行业研究 2023 年展望合集——

东风吹暖终有时，结构优化焕新机

招商银行研究院

行业研究所

☎：0755-83182012

✉：lif@cmbchina.com

（研究员名单详见附录）

■ **2022 年经济在曲折中前行，2023 年有望迎来复苏且结构优化。**年内疫情反弹致内需疲弱，供给冲击、需求收缩、预期转弱的三重压力仍大，消费和地产持续低迷，基建、制造业和出口成为经济增长的主要支撑力，全年 GDP 增速预计将低于 3.0%。展望 2023 年，伴随防疫模式优化，中国将真正迎来渐进重启的“后疫情时代”，内需修复动能强；但外需景气度向下。中央经济工作会议定调 2023 年经济将稳中求进，落在经济结构层面将体现为结构优化。

■ **房地产：政策迎来实质性宽松，2023 年有望边际企稳。**2022 年地产供需两端表现惨淡，前 11 月商品房销售面积同降 23.3%，开发投资增速同降 9.8%。本轮下行周期时间跨度长、跌幅深，主要受到基本面和政策面的双重影响。年末“三支箭”齐发标志着政策转向实质性宽松，2023 年需求端政策的进一步发力将对行业数据的全面提振发挥更关键作用。综合考虑居民当前的信心状况、2022 年土地出让和新开工数据，我们判断中性情形下 2023 年商品房销售面积同比下滑 5.7%，投资额同比下滑 7.1%；乐观情形下为+1%和-3.8%。

■ **基建：逆周期调节作用凸显，2023 年继续发挥托举作用。**2022 年 1-11 月全口径基建投资规模同增 11.65%，领先房地产和制造业等主要投资部门。为应对内需低迷、出口回落及地产下行压力，2022 年开启了一轮“适度超前”的基建投资。2023 年基建有望继续发挥托举作用，不过财政紧平衡对投资增速形成客观制约，预计 2023 年基建投资增速约为 6%。

■ **制造业：投资韧性足，2023 年增速或有回落。**2022 年前 11 月制造业投资同增 9.3%，高技术制造业投资增速达 23%。增长韧性源自海外需求旺盛带动出口相关行业扩大生产、基建和新能源车高景气对相关产业链形成支撑、减税降费和贴息贷款等政策提升企业的投资意愿。展望 2023 年，疫情态势好转将改善供应链不畅和需求偏弱的制约、地缘冲突和高通胀压力凸显我国制造业的产业链完备性和成本优势、高技术制造业将保持中高景气度，预计 2023 年制造业投资将维持稳健增长；不过考虑到出口动能放缓和 PPI 低位震荡压制企业利润增长空间，增速或有所回落。

■ **消费：2022 年低迷，2023 年渐进复苏。**2022 年 1-11 月我国社零总额累计下滑 0.1%，表现低迷主因内生动能不足及疫情反复扰动。当前我国防疫模式已迎来新阶段，未来疫情影响将逐渐淡化，消费复苏可期，社会整体购买力有望得到增强。同时，消费场景的压制将得到明显缓解，服务消费反弹可期，驱动消费增速回暖。

■ **业务建议：**（本部分有删减，招商银行各部如需报告原文，请参照文末方式联系研究院）

目录

1.概览 1
1.1 房地产：政策迎来实质性宽松，2023 年有望边际企稳 3
1.2 基建：逆周期调节作用凸显，2023 年继续发挥托举作用 5
1.3 制造业：投资韧性足，2023 年增速或有回落 7
1.4 消费：2022 年低迷，2023 年渐进复苏 9
1.5 景气度回顾与展望 11
➢ 地产与公用事业 14
2.房地产：行业拐点阵痛期，供给侧格局重塑 15
2.1 回顾：2022 年地产各项指标大幅下滑，11 月政策转向实质性宽松 15
2.2 展望：2023 年销售跌幅收窄，供给侧出清基本完成 17
2.2.1 基本面：需求端政策力度及效果是影响销售、投资表现的最大变量 17
2.2.2 行业格局：央国企、优质民企份额提升，建筑企业、城投成为市场新进入者 19
3.基建设施建设：年内或达 12%，2023 年或达 6% 22
3.1 回顾：2022 年投资增速或达 12%，或有上年延迟释放因素 22
3.2 展望：2023 年投资增速或达 6%，水利环公或为增长动力 23
4.环保：垃圾发电与污水处理或已达顶，未来建设市场或将快速向运营市场转化 27
4.1 垃圾焚烧发电：产能建设日趋饱和，退补新政影响分化 27
4.2 其他固废处置：水泥窑协同产能建设高峰已过，锂电回收等回收利用板块或迎发展大潮 30
4.3 污水处理：流域治理市场规模或难增长，污水处理市场未来增长点或在于城市提标与农村产能建设 31
5.电力：23 年电力供需维持紧平衡，电力投资保持增长趋势 36
➢ 制造业 39
6.煤炭：稳价政策持续发力，2023 年价格下跌幅度有限 40
6.1 回顾：保供增产稳价政策下价格高位震荡 40
6.2 展望：供需缺口扩大，稳价政策下价格下降幅度有限 41
7. 钢铁：供需结构改善，房地产疲弱下 2023 年价格回升空间有限 42
7.1 回顾：疫情及房地产削弱用钢需求，价格先升后降 42
7.2 展望：供需缺口收窄提供价格上升动力，但房地产疲弱下回升空间有限 44
8.锂：供应紧张边际缓解，2023 年价格回落但仍保持高位震荡 46
8.1 回顾：需求旺盛供给紧张，锂盐价格快速上升 46
8.2 展望：供应紧张边际缓解，锂盐价格保持高位震荡 47
9.化工：双重压力难解，行业景气度底部徘徊 49
9.1 回顾：成本高企、需求低迷，企业盈利仍在筑底阶段 49
9.2 展望：周期拐点仍需等待，企业盈利修复难度较大 50
10.风电光伏：23 年风电和光伏行业有望维持高景气度 53
10.1 风电：22 年新增并网装机或不及预期，23 年增速回升明显 53
10.2 光伏：23 年集中式放量驱动全球和国内装机需求高涨 54
10.3 光伏制造：上游硅料价格下降带来产业链利润往中下游转移 56
11.汽车整车：出口和混动将加速自主品牌崛起进程 58

11.1 新能源汽车：传统燃油车将持续被混动和纯电动车取代 59
11.2 动力电池：产能加速扩张，需关注结构过剩风险 61
12.通信：5G 投资峰值即将过去，数字经济成为未来方向 63
12.1 电信运营：新兴业务快速增长，数字经济成为未来方向 63
12.2 通信设备：国内 5G 投资峰值即将过去，海外 5G 市场充满机遇 64
13.集成电路：行业增速持续放缓，资本支出依然高企 66
13.1 回顾：2022 年增速放缓，市场由“缺芯”变为“过剩” 66
13.2 展望：2023 年全球半导体下游景气度前低后高 67
14.软件：行业增速处于近年低点，2023 年景气度将明显恢复 71
14.1 回顾：成本端、收入端双重挤压，软件行业增速处于近年的相对低点 71
14.2 展望：预计 2023 年软件行业收入端将明显提振，成本端可控，景气度明显好转 74
15.高端装备：国防装备保持高景气度，工程机械出口高增长 76
15.1 国防军工：高景气度将持续，重点关注航空与军工电子 76
15.2 工程机械：2023 年国内市场下行，出口占比持续提升 77
16.船舶制造：行业整体筑底复苏，船型结构性轮动，造船厂盈利预期好转 80
16.1 回顾：2022 年新造船订单量降价升，LNG 运输船订单爆发，造船厂盈利开始回升 80
16.2 展望：2023 年延续震荡筑底，油船有望接力增长，造船企业盈利水平有望持续改善 82
17.造纸：底部拐点到来，将逐步开启利润修复 85
17.1 回顾：2022 年以来，造纸行业收入与成本两头承压 85
17.2 展望：短期行业迎来底部拐点开启利润修复，中长期重回上行周期但需谨慎 88
➢ 消费及服务 91
18.生物医药：疫情扰动趋弱下，积极把握行业成长机遇 92
18.1 医药制造：疫情和政策影响边际趋弱，优质创新再出发 93
18.2 医疗器械：疫情促使体外诊断企业分化，政策强力推动医疗设备国产替代潮 98
18.3 医疗服务：CXO 行业处于快速增长期，民营医院和 ICL 板块受疫情变化影响明显 100
18.4 生命科学上游：行业进入快速发展期，紧抓国产替代新机遇 103
19.生猪养殖：猪周期分歧加大，2023 年猪价振幅下降 105
19.1 回顾：2022 年猪价大幅震荡，Q3 季度受“二育”冲高，近期受新冠放开消费疲软大幅下挫 105
19.2 展望：关注 2023Q2 季度猪价向下拐点，全年均价或在盈亏平衡附近 106
20.家电：内外双双承压，2023 年成本端改善幅度大于需求 108
20.1 回顾：2022 年内外需求双双遇冷，成本压力小幅缓解 108
20.2 展望：2023 年国内弱复苏海外继续承压，消费分层和品牌出海是长期发展主线 109
21.文化传媒：持续近一年的线上头部平台收缩在 2022 下半年有所企稳，线下娱乐由于疫情持续受挫 111
21.1 线上娱乐：头部平台流量在下半年有所企稳或好转 111
21.2 电影院线：2022 全国票房受新冠疫情扩散影响同比下滑，关注疫情放开后观影的修复情况 112
22.商业连锁：政策放松推动短期景气度好转，长期关注集中度提升主线 115
22.1 回顾：受疫情冲击，2022 年景气度低迷 115
22.2 展望：疫情政策转向释放短期需求弹性，回归常态化后关注集中度提升主线 115
23.业务建议 119

图目录

图 1：基建、制造业、出口成为 2022 年经济增长的主要支撑力 2
图 2：房地产开发投资增速 4
图 3：全国商品房销售面积单月/累计同比 4
图 4：施工、新开工、竣工面积累计同比增速 4
图 5：基建行业投资增速（全口径） 6
图 6：专项债发行节奏（亿元） 6
图 7：基建投资细分领域构成变化趋势 6
图 8：制造业投资增速 7
图 9：制造业 PMI 多次处收缩区间，产需两端承压 8
图 10：上游利润占比回落，中下游利润占比提升 8
图 11：我国出口商品结构（1-11 月商品金额累计增速） 8
图 12：社会消费品零售总额增速 10
图 13：2022 年单季度社零总额及增速 10
图 14：居民储蓄意愿显著增强 10
图 15：美国居民消费复苏情况 10
图 16：各行业景气度回顾与展望 11
图 17：各行业景气度回顾与展望 12
图 18：房地产周期位置 15
图 19：本轮房地产放松阶段、政策梳理 17
图 20：商品房销售面积预测（中性情形） 19
图 21：房地产开发投资预测（中性情形） 19
图 22：大型房企债券价格表现 20
图 23：2020 年销售 TOP100 企业 20
图 24：2022 年 1-11 月销售 TOP100 企业 20
图 25：2020 年新增货值 TOP100 企业 21
图 26：2022 年 1-11 月新增货值 TOP100 企业 21
图 27： 2021 年中国基建投资细分领域构成 22
图 28：历年中国基建投资细分领域构成变化趋势 22
图 29：近五年基建投资增速中枢已下探至 4%附近 23
图 30：未来宏观 GDP 五年增速中枢水平预测 23
图 31：基建投资增速于 2015 至 2017 年间迅速换档 24
图 32：建筑企业竞标的核心优势与评标人的评标逻辑 25
图 33：2003-2020 年基建投资完成额的资金结构 26
图 34：“十四五”新增产能需求明显减弱 27
图 35：我国垃圾焚烧焚烧率 27

图 36：垃圾发电项目收入来源及退补新政所导致的资金压力传导方式 28
图 37：不同退补金额对同一企业经营的影响 28
图 38：相同退补金额对不同规模企业经营的影响 28
图 39：退补前各省发电收益组成（元/kWh） 29
图 40：退补后各省份省级补助增加金额（元/kWh） 30
图 41：动力电池退役规模或迅速扩大 31
图 42：动力电池需再生利用量或迅速扩大 31
图 43：流域治理相关投资规模基本稳定 32
图 44：水污染治理行业细分市场结构（亿元） 32
图 45：现行污水排放标准宽于地表水质 V 类水 33
图 46：全国污水排放量占地表水体总量比例 34
图 47：我国污水处理工艺统计（2020 年） 34
图 48：我国全社会用电量及同比增速情况 36
图 49：2022 年国内单月全社会用电量及同比增速 36
图 50：截至 10 月底全国发电装机容量结构情况 37
图 51：火电历史装机规模以及未来三年预测情况 37
图 52：全国电网基本建设投资金额及增速情况 38
图 53：全国电源工程投资金额及增速情况 38
图 54：秦皇岛动力煤长协价格（Q5500）年度对比 41
图 55：秦皇岛动力煤综合交易价格（Q5500）对比 41
图 56：基建投资持续发力 42
图 57：房地产拖累整体用钢需求 42
图 58：粗钢产量降幅有所收窄 43
图 59：进出口持续疲软 43
图 60：外需增长放缓 43
图 61：中国热轧出口价格处于低位 43
图 62：钢材价格指数先升后跌 44
图 63：五大钢材价格弱势运行 44
图 64：原材料价格处于高位 45
图 65：钢企吨钢毛利大幅减少 45
图 66：2022 年电池级碳酸锂价格快速上升 46
图 67：中国化工产品价格指数 CCPI 及油价趋势 49
图 68：2022 年化学原料及化学制品制造业收入 50
图 69：2022 年化学原料及化学制品制造业利润 50
图 70：国内主要下游领域需求变化（%） 51
图 71：近 5 年化工产品出口金额情况 51
图 72：化工各子行业固定资产投资完成额累计同比（%） 51

图 73：中国风电新增并网装机容量及增速情况 53
图 74：风电单月新增装机容量及同比增速情况 53
图 75：国内“十四五”期间陆风装机规模预测情况 54
图 76：国内“十四五”期间海风装机规模预测 54
图 77：国内光伏新增装机容量及增速情况 55
图 78：国内集中式和分布式光伏新增装机情况 55
图 79：2022 年 1-10 月中国光伏组件出口情况 55
图 80：全球光伏新增装机规模预测情况 55
图 81：光伏制造产业链端主流产品一线厂商成交均价变化情况 57
图 82：中国汽车月度销量及同比变化（万辆，%） 58
图 83：中国汽车年度销量及同比变化（万辆，%） 58
图 84：中国乘用车市场不同品牌份额变化（%） 59
图 85：中国汽车出口数据及同比变化（万辆，%） 59
图 86：中国新能源汽车销量及同比（万辆，%） 59
图 87：中国新能源汽车渗透率变化（%） 59
图 88：BEV 和 PHEV 销量及增速（万辆，%） 60
图 89：中国插电式混合动力汽车竞争格局（%） 60
图 90：中国动力电池 2015-2022 装机量（GWh） 61
图 91：三元与磷酸铁锂电池出货份额变化 61
图 92：2021 年中国动力电池装机量格局 62
图 93：2022 年 1-11 月中国动力电池装机量格局 62
图 94：中国动力电池产能及规划（GWh） 62
图 95：全球动力电池产能及规划（GWh） 62
图 96：国内电信运营业务收入 63
图 97：国内电信运营新兴业务收入 63
图 98：千兆宽带用户规模快速扩大 64
图 99：物联网连接保持高速增长 64
图 100：国内电信运营商资本开支 65
图 101：国内 5G 基站建设规模 65
图 102：通信设备行业公司营业收入 65
图 103：通信设备行业公司归母净利润 65
图 104：全球半导体市场营收增速 66
图 105：全球半导体市场不同应用领域占比 67
图 106：中国主要 IC 设计厂商平均存货周转天数 67
图 107：全球半导体市场增速的季节性特征 68
图 108：随着技术进步晶圆厂成本支出激增 69
图 109：全球半导体资本支出不断攀升 69

图 110：2014-2022 年我国软件业利润及增速 71
图 111：2021-2022 年 1~10 月软件业利润同比增减 71
图 112：2021-2022 年 1-10 月软件业收入及同比增减 72
图 113：6 月以来疫情反复 73
图 114：2014-2022 年我国软件业收入及增速 73
图 115：软件行业成本端、收入端均有望改善 74
图 116：软件行业具体细分领域业务机会 75
图 117：军工板块营收情况 76
图 118：军工板块净利润情况 76
图 119：军工子版块近年收入情况（亿元） 77
图 120：军工子板块近年净利润情况（亿元） 77
图 121：十四五期间国防子行业预期平均增速 77
图 122：2022 年 1-11 月国内挖掘机销量同比大幅下降 78
图 123：2022 年房地产新开工面积大幅下降 78
图 124：2022 年房地产开发投资完成额下滑 78
图 125：中国挖掘机出口量高速增长 79
图 126：中国工程机械欧洲与南美洲出口占比提升 79
图 127：中国工程机械金砖国家出口占比提升 79
图 128：历年全球新承接船舶订单情况（以修正总吨计） 80
图 129：集运指数基本回落至疫情前水平 81
图 130：2021-2022 全球 LNG 运输船新船订单（艘） 81
图 131：新造船价格自 2020 年底持续上行 82
图 132：造船板价格回落 82
图 133：人民币持续贬值 82
图 134：集装箱船运力供给增速大于需求增速 83
图 135：LNG 运输船交付时间分布及供需增速 83
图 136：原油和成品油运输指数持续走高 84
图 137：油船在手订单运力占比处于历史低位水平 84
图 138：文化纸（铜板纸、双胶纸）价格走势 85
图 139：包装纸（白卡纸、箱板瓦楞纸）价格走势 85
图 140：5 月以来，白卡纸与木浆现货价格倒挂 86
图 141：5 月以来，双胶纸与木浆现货价格倒挂 86
图 142：2022 年以来，木浆价格不断攀升创历史新高 86
图 143：2021 年禁废令后，国废价格维持高位震荡 86
图 144：上半年规模以上纸企利润总额下降 46.3% 87
图 145：规模以上纸企平均利润率近 4 年同期最低 87
图 146：造纸行业代表性上市公司营业利润变化趋势显著反映周期下行 88

图 147：纸浆主力期货合约价格回调预示后市走低 89
图 148：2018 年至今医院总诊疗人次和病床使用率 92
图 149：生物医药上下游产业链情况 93
图 150：医药制造业营收和利润情况 94
图 151：2013-2021 国内药品销售情况 94
图 152：2016-2021 年国产创新药 IND 申报数 95
图 153：2021 至今国内创新药投融资情况 95
图 154：2018-2022 前三季度原料药企业营收情况 97
图 155：2018-2022 前三季度原料药企业利润情况 97
图 156：2017-2021 前三季度上市疫苗企业营收情况 98
图 157：2017-2021 前三季度上市疫苗企业利润情况 98
图 158：2018-2022 年前三季度医疗器械企业营收情况 99
图 159：2018-2022 前三季度体外诊断企业营收情况 99
图 160：2018-2022 年前三季度医疗耗材企业营收情况 100
图 161：2018-2022 前三季度医疗设备企业营收情况 100
图 162：2018-2022 年前三季度医疗服务企业营收 101
图 163：2018-2022 前三季度 CXO 企业营收情况 101
图 164：A 股上市 CXO 企业 2019-2022 三季报合同负债情况 102
图 165：2018-2022 年前三季度民营医院营收情况 103
图 166：2018-2022 前三季度 ICL 企业营收情况 103
图 167：国内主要生命科学上游企业 2015-2021 年营收情况 104
图 168：2015 年以来猪价、自繁自养成本及盈利：元/kg 106
图 169：本轮猪周期能繁母猪存栏及农业部产能调控要求：万头 107
图 170：社零与家电零售总额（当月同比） 108
图 171：家电出口金额（当月同比） 108
图 172：家电主要原材料价格 109
图 173：中国出口集装箱运价综合指数 CCFI 109
图 174：美元兑人民币汇率 109
图 175：中国网民、网络视频、直播用户数：亿 111
图 176：流媒体细分行业用户数：亿 111
图 177：短视频平台抖音、快手、微视 MAU：亿 112
图 178：在线视频平台 MAU ：亿 112
图 179：全国电影年度票房及同比：亿元、% 113
图 180：近两年节日档期票房相比疫情前水平增速 113
图 181：全国电影单月票房及同比：亿元、% 113
图 182：进口票房及占比：亿、% 114
图 183：商业连锁是受疫情影响的重灾区（当月同比） 115

图 184：2023 年复苏力度与消费者购买能力和意愿相关 116
图 185：商业连锁细分赛道的市场规模和 CR5 市场份额 117
图 186：中国大住宿类酒店总数 117
图 187：各线城市酒店连锁化率 117
图 188：零售企业数字化转型计划 118
图 189：零售企业数字化转型阶段 118

表目录

表 1：2023 年政策放松假设 18
表 2：中国农村用水量标准 35
表 3：中国建制村人口数量 35
表 4：油船供需增速表 84
表 5：未来 3 年新增规划产能，白卡纸有过剩可能 89
表 6：2022 年海外计划上映大片部分汇总 114
表 7：餐饮行业细分赛道市场规模与供应链管理难度 118

附录

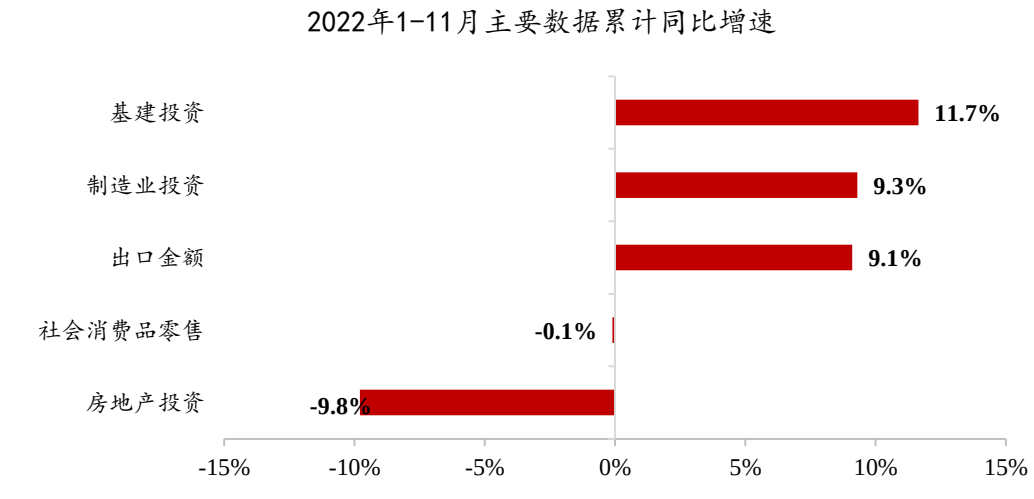
附录 1 行业研究员名单 120

1. 概览

2022 年，中国经济在曲折中前行，“强预期”与“弱现实”反复博弈，全年 GDP 增速预计将低于 3.0%。国内疫情反弹致内需疲弱，供给冲击、需求收缩、预期转弱的三重压力仍然较大，叠加俄乌冲突、美联储加息致海外环境动荡不安。展望 2023 年，中国经济有望穿越迷雾，迎来复苏。疫情防控措施优化将促进经济活动正常化，中国真正迎来“后疫情时代”，内需修复动能强；而美国衰退渐行渐近，外需景气度或将明显回落，中美经济周期错位特征仍将延续。

中央经济工作会议定调 2023 年经济将稳中求进，“稳”在于稳增长的同时实现高质量发展，“进”在于提振信心被摆在了突出位置。**我们认为，“稳中求进”落在经济结构层面，将体现为结构优化。**会议突出强调了扩大内需战略，消费将在扩内需中发挥基础作用。2022 年，疫情对消费的掣肘持续存在，消费倾向回落，消费场景受限。伴随防疫模式优化，经济活动向常态化回归能够改善社会整体购买力。同时，消费场景的压制将得到明显缓解，服务消费反弹可期，驱动消费增速回暖。而投资有望在扩内需中发挥关键作用。2022 年，基建和制造业投资成为稳增长的主要抓手，政策托举下实现高增长。2023 年基建有望继续发挥稳增长作用，助力经济修复企稳。二十大报告提出要加快建设制造强国，中央经济工作会议再强调制造业重点产业链上核心技术和零部件薄弱环节攻关。考虑到新动能行业发展空间广阔，企业盈利预期修复，我们预计 2023 年制造业投资将维持韧性，增速或在高基数下有所回落。地产方面，2022 年面临供需双弱的局面，年内房企信用违约频发，居民购房信心不足，销售与投资持续低迷。2022 年末“三支箭”齐发标志着政策转向实质性宽松，2023 年边际向好趋势明确，需求端政策可期，基本面将有所回暖。不过，2023 年内需向上，而外需向下，出口依赖度高的行业投资增速将有所回落。**综上，经济复苏叠加结构优化，2023 年我国 GDP 增长目标可能设定在 5%以上。**

图 1：基建、制造业、出口成为 2022 年经济增长的主要支撑力



资料来源：wind，招商银行研究院

1.1 房地产：政策迎来实质性宽松，2023 年有望边际企稳

2022 年房地产供需两端表现惨淡，1-11 月商品房销售面积同比下滑 23.3%，开发投资增速同比下跌 9.8%。在房地产 20 年发展历程的三轮大周期中，本轮下行周期时间跨度长、跌幅深，主要是同时受到基本面和政策面的双重影响。

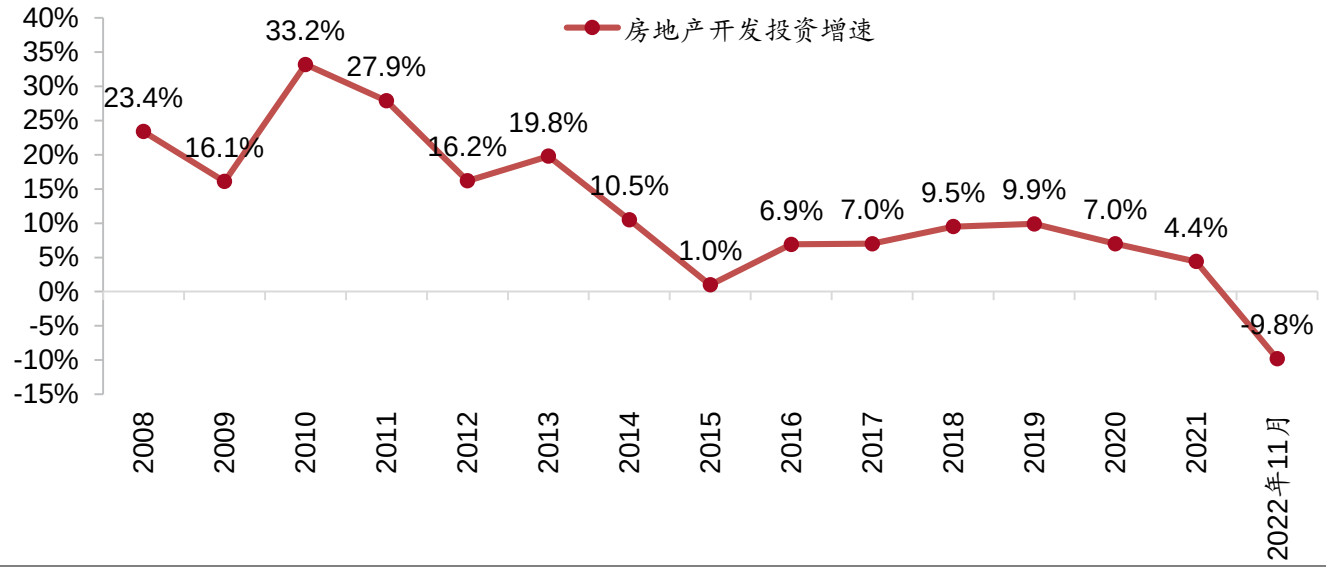
①基本面供需两端共振下行。投资端房企信用风险快速蔓延，房企资金紧张减少投资支出，部分已售项目甚至出现烂尾风险。需求端居民谨慎预期未来收入且担忧房企交付能力，导致延迟购买。

②本轮政策调整节奏缓慢。2016 年中央经济工作会议提出“房住不炒”以来，政策主旋律由松转紧，2020 年三道红线和贷款集中度的要求进一步加速了房企出清。直到 2022 年 11 月政策才开始迎来实质性宽松，尽管供需数据在 2021 年就已经明显承压。

2023 年房地产低迷状态预计将明显缓解，销售、投资收缩至中低个位数下滑。2022 年 11 月房地产政策出现实质性宽松，信贷、债券、股权融资“三箭齐发”有助于缓解房企的资金紧张局面，投资意愿边际好转。不过，融资端放松的政策意图在于“保交楼避免烂尾引发民生问题”以及“房地产降杠杆平稳过渡”，重在托底。2023 年需求端政策的进一步发力对行业数据的全面提振将发挥更关键作用，“因城施策”框架下需关注各地限购限贷放松的进度。综合考虑居民当前的信心状况、2022 年土地出让和新开工数据，我们判断中性情形下 2023 年商品房销售面积同比下滑 5.7%，投资额同比下滑 7.1%；乐观情形下为+1%和-3.8%。

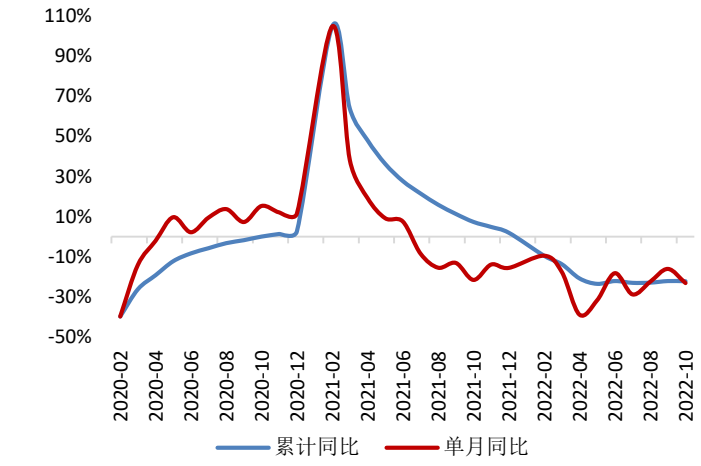
中长期看，**随着我国劳动年龄人口减少、城镇化率提升速度放缓，叠加“房住不炒”的政策基调，我们认为房地产的需求中枢将逐渐下移**，后续周期的上行空间较为有限，房地产对于整体经济的拉动力度将逐步减弱。

图 2：房地产开发投资增速



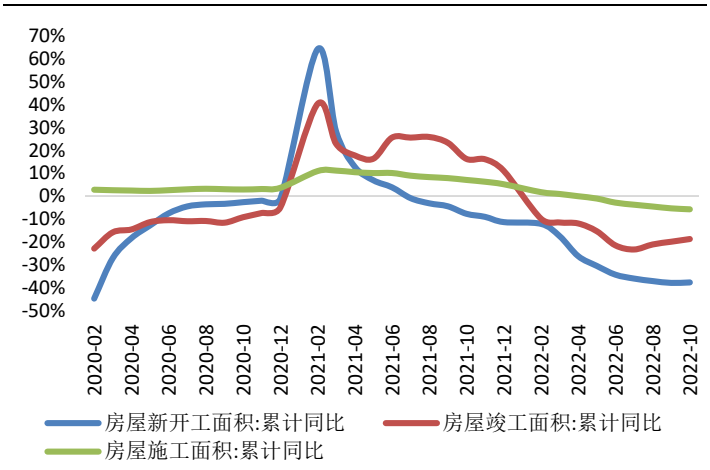
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 3：全国商品房销售面积单月/累计同比



资料来源：wind，招商银行研究院

图 4：施工、新开工、竣工面积累计同比增速



资料来源：wind，招商银行研究院

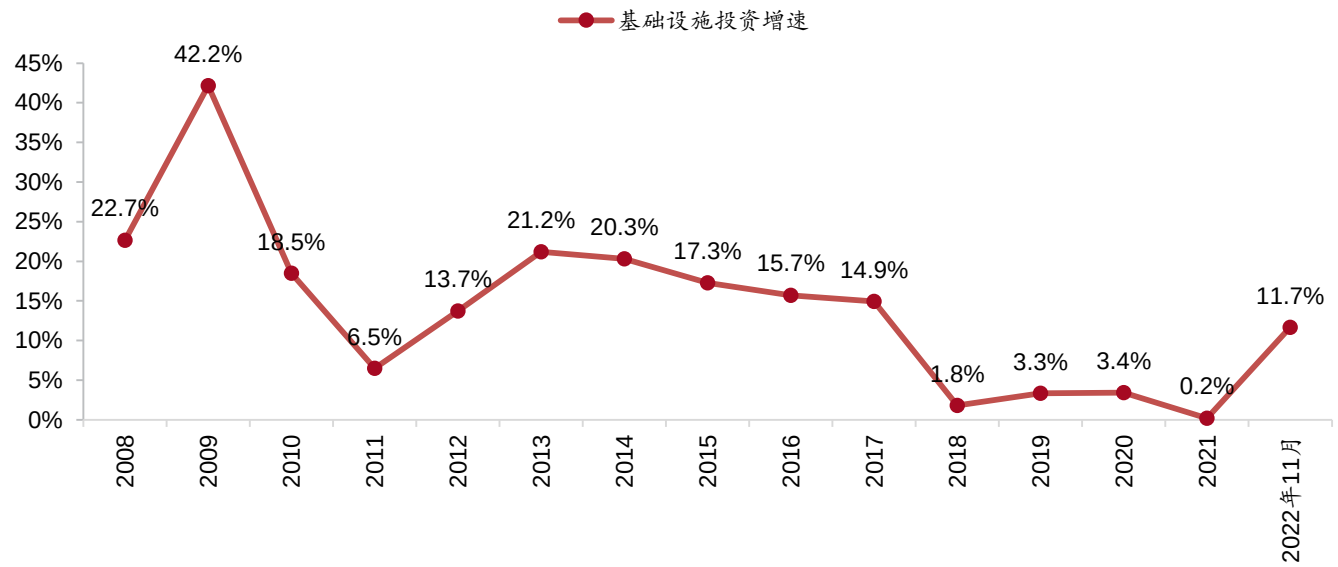
1.2 基建：逆周期调节作用凸显，2023 年继续发挥托举作用

2022 年基建投资成为中国经济增长的主要支撑点。2022 年 1-11 月全口径基建投资规模同比增长 11.65%，领先房地产和制造业等主要投资部门。其中，交运储邮、水利公环、电热燃水三大板块的投资增速分别为 6.3%、12.6%、18.9%。实际上，基建投资原本在 2018 年已经完成了“下台阶”，2018-2021 年均增速仅 2.2%。2022 年增速的陡峭上行主要是为了应对内需低迷、出口回落以及房地产下行压力，从而开启了一轮“适度超前”的基建投资。Q1 的 1.46 万亿专项债提前下达和 1.2 万亿专项债结转资金，Q2 专项债的快节奏发行，Q3 的 0.7 万亿政策性开发性金融工具，对各季度的基建投资形成了有力带动。

2023 年基建将继续发挥托举作用，但财政紧平衡对增速形成客观制约。1）基建正增长仍有动力。为了实现中央经济工作会议“稳字当头、稳中求进”的总体目标，我们预计基建大概率将继续发挥其托举作用。项目储备上，2022 年发改委项目审批额及新开工项目计划投资额都处于历史同期高位，预计 2023 年将加大项目建设推进力度，加速形成实物工作量。2）2023 年基建增长将受到财政紧平衡压力的客观制约。2023 年财政支出将继续支持基建投资，但力度可能会弱于 2022 年。一是财政收入端结转结余及利润上缴的空间或明显收缩，房地产下行背景下土地出让收入也面临压力；二是财政支出可能更加倾向民生领域，从而挤出基建投资。总体而言，我们判断 2023 年基建投资增速约为 6%。

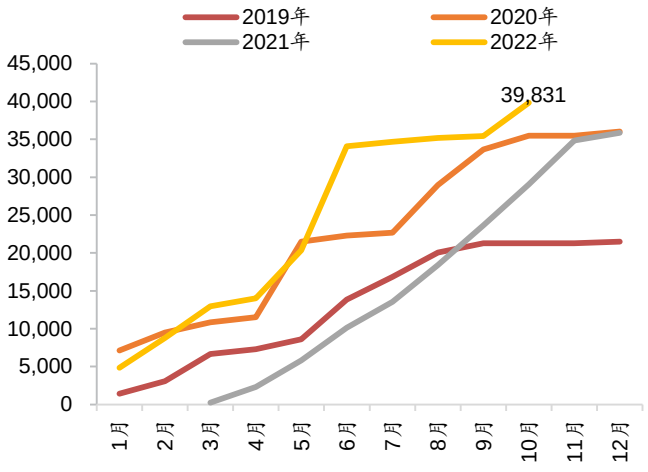
除了总量增长，2023 年基建领域还存在两大结构性趋势。首先是筹资主体将向中央倾斜。中央经济工作会议强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，结合当前地方资金收入紧缺的局面，我们认为 2023 年基建投资的责任将更多由中央承担，准财政工具或将进一步发力，并通过转移支付支持地方政府。其次是资金投向，行业分布上铁路运输、电力热力的投资比重降低，而水利环公等市政类项目比重提升；若是区分新旧基建，2023 年水利、交通、农业农村基础设施等传统基建仍为主体，而信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施等新兴基建则有望获得更高关注度。

图 5：基建行业投资增速（全口径）



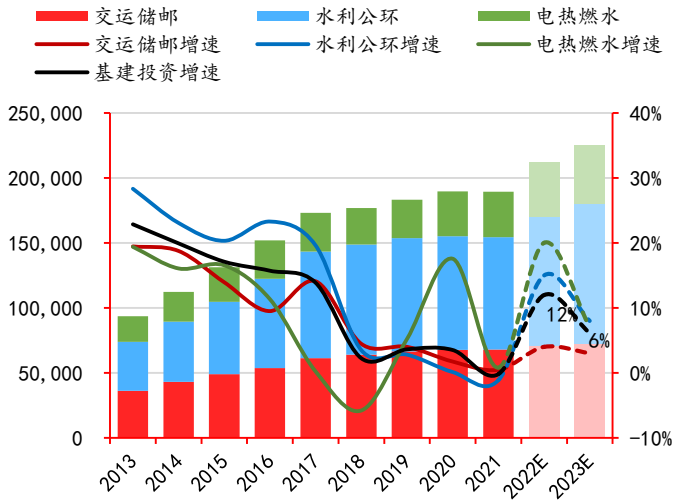
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 6：专项债发行节奏（亿元）



资料来源：wind，招商银行研究院

图 7：基建投资细分领域构成变化趋势

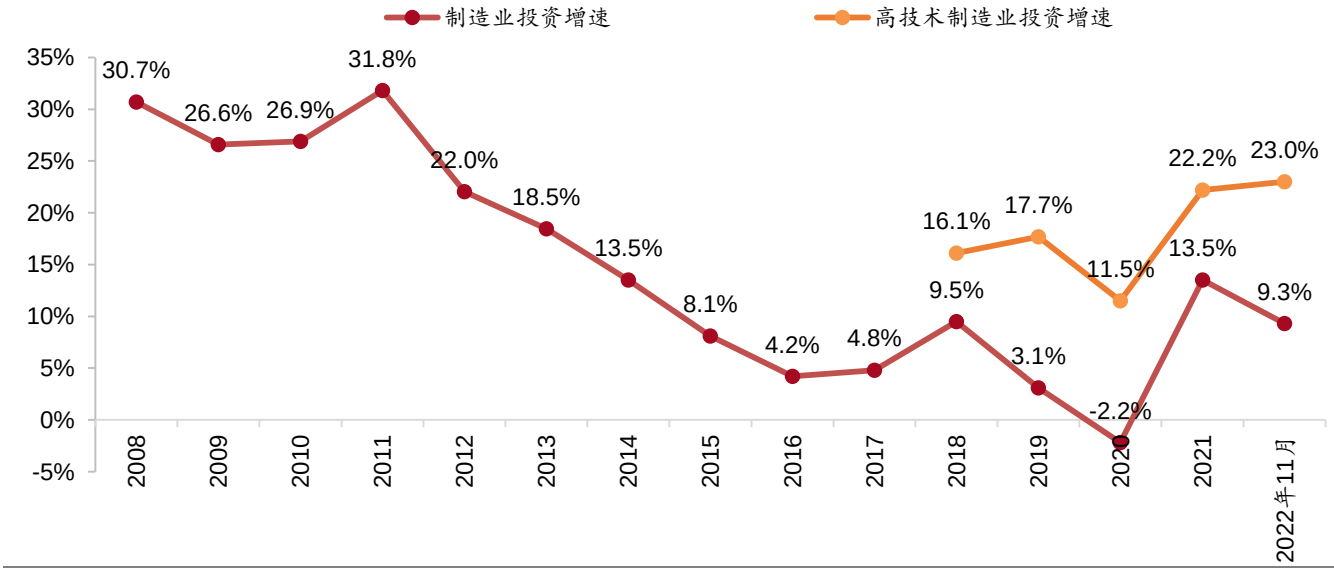


资料来源：wind，招商银行研究院

1.3 制造业：投资韧性足，2023 年增速或有回落

2022 年前 11 月制造业投资同比增长 9.3%（2021 年全年为 13.5%），其中高技术制造业投资实现同比增长 23%。**制造业的增长韧性主要源自于：**1）2022 年海外需求提供支撑，汽车产业链、原材料、纺服玩具等行业在出口拉动下持续扩大生产；2）基建超前投资、新能源车的高景气对相关产业链形成支撑；3）减税降费、工艺改造类项目的贴息贷款等财政政策提升了企业的投资意愿。但疫情反复、PMI 多次落入收缩区间、企业盈利预期承压也对 2022 年的制造业投资形成了制约。

图 8：制造业投资增速

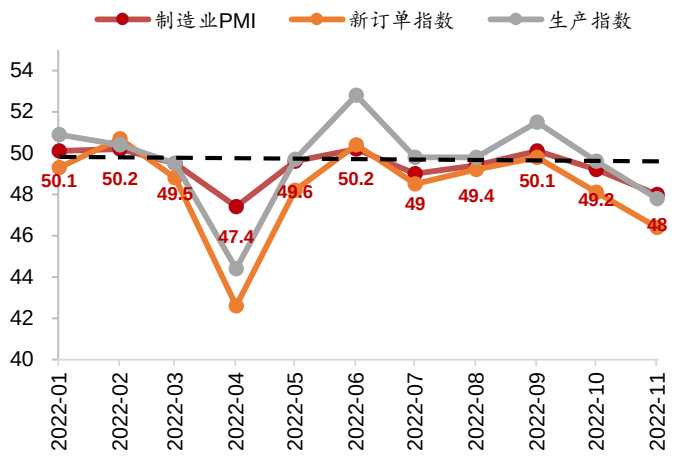


资料来源：国家统计局，招商银行研究院

我们判断 2023 年制造业投资将实现稳健增长，但增速有所回落。积极的因素在于：疫情态势好转后，2022 年制约制造业的供应链不畅和需求偏弱都有望获得改善，进而提振企业投资意愿；国际地缘冲突、能源危机和高通胀压力凸显我国制造业的产业链完备性和成本优势；高技术制造业保持中高景气度，其持续投资仍将对整体板块形成拉动作用。但制约因素同样存在：2023 年出口增速大概率回落，出口依赖度高的行业有可能收缩其资本开支；PPI 低位震荡压制企业利润增长空间。

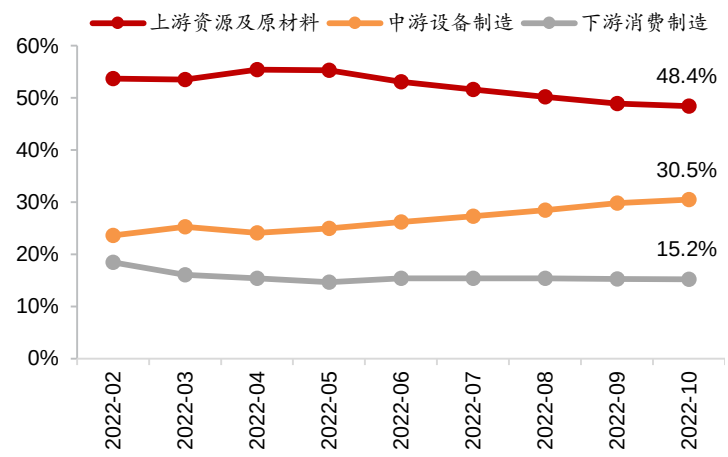
结构上，2023 年制造业投资可关注以下两条主线。一是二十大报告中强调的国家安全和自主可控战略，半导体、计算机、高端装备、医药生物、精细化工等行业有望获得更多的政策支持，同时，绿色转型、数字升级等领域符合我国产业发展方向也有望获得长期支持；二是 PPI-CPI 剪刀差收敛态势叠加内需回暖，我们预计利润将进一步向中下游行业聚集，电气机械、仪器仪表等中游设备制造业和食品饮料等下游消费品制造业将迎来盈利修复，带来企业投资能力的提升。

图 9：制造业 PMI 多次处收缩区间，产需两端承压



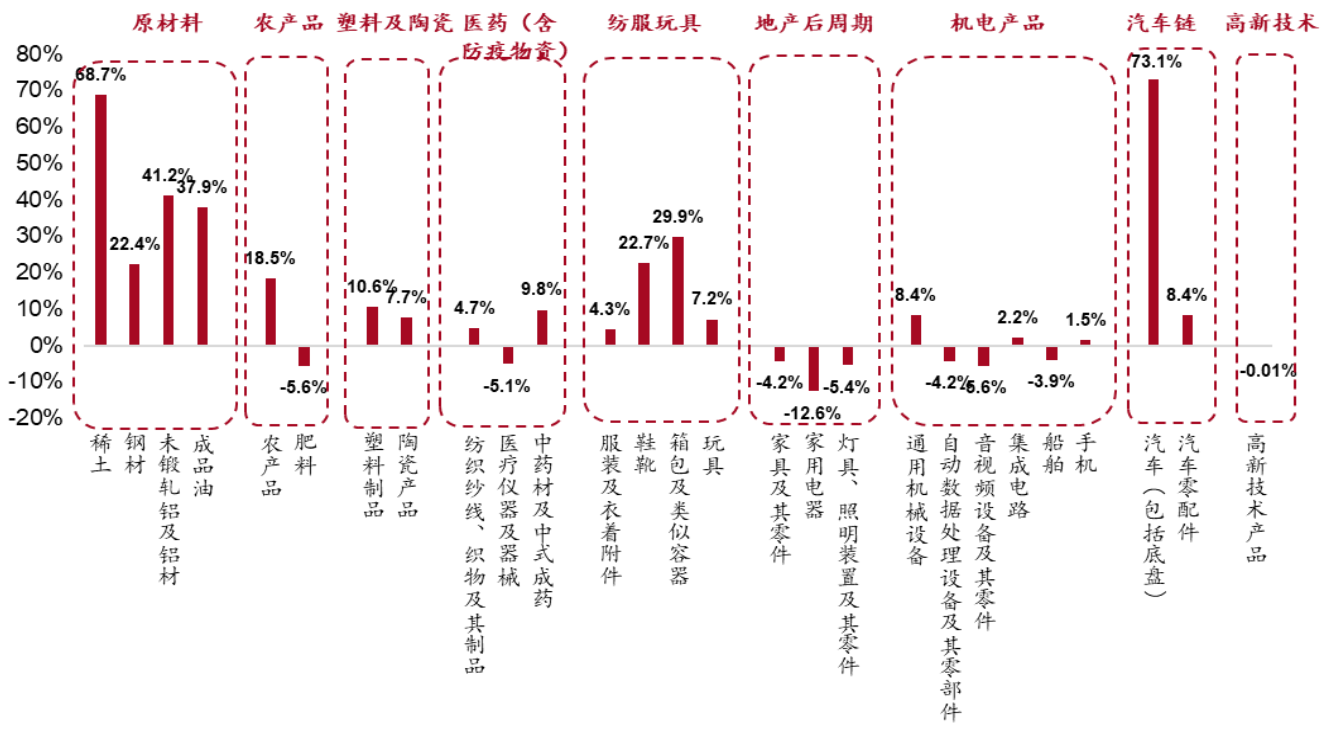
资料来源：wind，招商银行研究院

图 10：上游利润占比回落，中下游利润占比提升



资料来源：wind，招商银行研究院

图 11：我国出口商品结构（1-11 月商品金额累计增速）



资料来源：海关总署，招商银行研究院

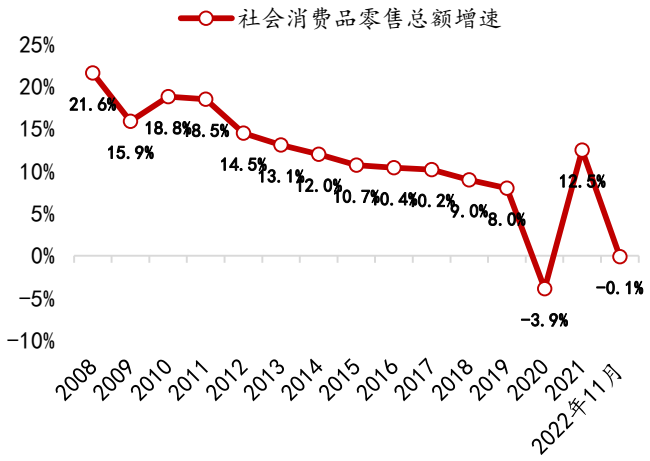
1.4 消费：2022 年低迷，2023 年渐进复苏

2022 年 1-11 月我国社零总额累计下滑 0.1%，表现低迷主要是因为内生动能不足以及受到疫情反复扰动。内生动能方面，国内居民储蓄意愿增强而消费倾向减弱，政府部门由于财政收入压力而节俭开支，企业部门也在减少支出以应对潜在的盈利压力，整体消费信心在底部徘徊。疫情的反复加剧了消费的下探幅度，3-5 月和 10-11 月的社零单月同比负增长。由于 12 月国内奥密克戎感染人数大幅增加，我们预计当月社零也将延续负增长。

2023 年，消费市场预计将渐进复苏。1）12 月 26 日《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》标志着国内防疫模式已迎来新阶段，工作重心将从防控感染后置到医疗救治上。我们认为政策调整将直接影响消费复苏的节奏。短期内新冠感染人数大幅增加将冲击商品流通体系和居民出行意愿，消费市场面临阵痛期。但随着国内医疗系统应对能力的提升、免疫人群的扩大以及个人防护经验的完善，未来疫情影响预计将逐渐淡化，消费复苏可期。2）除防疫政策之外，消费市场的复苏也将受到居民收入预期和消费意愿的影响。2022 年三季度居民人均可支配收入累计增速已有改善，政府部门税收收入随着经济渐进重启也将迎来改善，企业部门的担忧情绪可能逐渐缓解，社会整体购买力将有所增强。但是，疫情已经延续三年，消费者信心跌至历史低位，我们预计修复仍需时日。

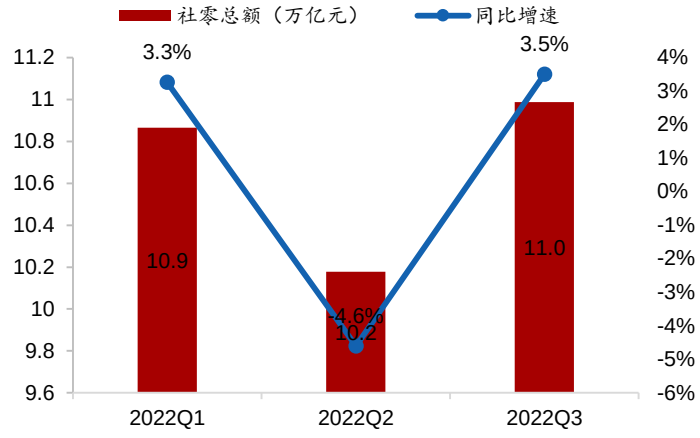
2023 年服务消费向上弹性大。疫情反复之下，出行限制对服务消费形成沉重打击。2022 年前三季度，餐饮、旅游、院线票房的收入同比下滑 4.6%、27.2%、26.2%。参考海外经验，出行限制解除后服务消费将迎来显著反弹，2023 年我国也有望呈现类似的复苏路径。商品消费方面，粮油食品、烟酒等必选商品有望继续获得稳健表现，房地产相关品类（建筑材料、家具家电等）在地产下行背景下预计修复能力有限，2023 年新能源汽车补贴政策的退出将对汽车类消费品带来压力。

图 12：社会消费品零售总额增速



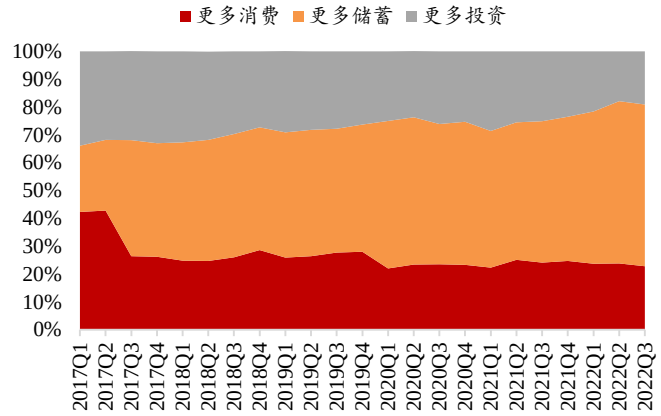
资料来源：wind，招商银行研究院

图 13：2022 年单季度社零总额及增速



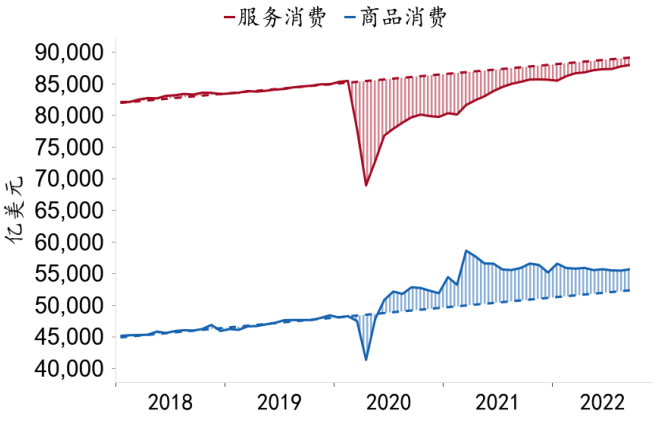
资料来源：wind，招商银行研究院

图 14：居民储蓄意愿显著增强



资料来源：wind，招商银行研究院

图 15：美国居民消费复苏情况



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

1.5 景气度回顾与展望

图 16：各行业景气度回顾与展望

行业大类	一级行业	二级行业	景气度衡量指标	2022年景气度	2023年景气度展望（同比2022年趋势）	详细情况
地产及公用事业	房地产	房地产开发	销售面积	低	→	受2022年土拍、新开工大幅下滑的影响，商品房供应面积不足或将带动2023年销售持续下行。不过在2022年低基数情况下，2023年大概率为小个位数负增长
		物业管理	营业收入	中	→	虽然物业管理为房地产开发下游行业，但随着不断有房屋竣工交付，在管面积规模持续扩大，仍维持一定的景气度。不过，受房屋竣工面积下滑影响，营收转为低速增长
	建筑业	建筑施工	基建投资增速，房地产建安支出	高	→	受2022年高基数影响，2023年基建投资或将放缓，且幅度与可能性或均将高于房地产行业带来的建筑施工市场需求的复苏
	环保	环境治理	新增订单情况 营业收入	中	→	污水处理与垃圾发电两大重点方向建设需求已日趋饱和，未来将迎来运营市场高峰期
	电力	光伏发电	光伏新增装机容量	高	↑	2022年全球光伏新增装机规模在230GW左右，预计2023年中国、欧洲等市场装机需求保持旺盛，驱动全球装机规模达到270GW以上
上游资源	煤炭	煤炭开采	价格	中	→	在严控产能和价格管控的政策调节下，2023年煤炭价格将较2022年保持相对稳定
	钢铁	普通钢铁	价格	低	→	2023年行业仍然维持供需双弱的格局，钢材价格或在供需结构调整下较2022年有所回暖，但仍取决于房地产和基建等建筑用钢需求修复的速度
	有色金属	能源金属（锂）	价格	高	→	2022年，下游新能源车需求旺盛。锂盐在2023年供给增加，价格可能从高位回落，但仍然保持在相对高位上
	石油	油气开采	利润总额	高	→	OPEC+超预期减产，2023年国际油价仍将高位震荡，上游高景气行情有望延续
		油品制造	汽柴油裂解价差	中	↑	2022年价格传导较为顺利，但受疫情影响，下游需求不振，价差难以走阔。2023年经济活动逐步恢复，价差存在上行空间
上游原料	化工	基础化工	利润总额	低	→	成本压力略有缓解，但边际量不大。叠加产能扩张尚未见顶，利润改善幅度有限
		合成材料	利润总额	低	↑	2022年受原料成本及需求不振的双重影响，行业迎来低谷期。2023年需求迎来复苏的情况下，边际改善预期较为强烈
	建筑材料	结构材料	水泥价格指数	中	→	2022年，整体受基建高景气与房地产低景气的复合影响，整体表现趋平；2023年传统基建受到高基数效应影下增速或将放缓，而新增保障性租赁住房等释放出新的市场需求由于占比过低，很难在短期内重新支撑起上游需求
中游制造	电力设备	光伏制造产业链	产业链各环节产能、产能利用率、价格、毛利率等数据	中	→	上游硅料、硅片景气度走平甚至向下，中下游电池片和组件景气度向上。光伏制造产业链随着硅料产能逐步释放，硅料价格势必开启下行周期，硅片大尺寸扩张步入尾声，结构性产能过剩压力凸显，产业链偏中下游的电池片和组件环节在上游价格回落情况下盈利存在较大修复机会
	汽车	传统汽车整车	销量和市占率	低	→	2017年传统燃油车达到销量峰值2817万辆，随着近年来新能源汽车占比不断攀升，传统燃油车销量逐年下滑，预计2022年销量为2000万辆，同比下滑12%，预计2023年传统燃油车将继续保持下滑趋势
		新能源整车	渗透率	高	↓	展望2023年，预计新能源汽车年销量将达到850万辆（其中新能源乘用车销量预计超过800万辆），同比增速预计回落至30%，景气度相比2022年有所下降
	储能	锂电材料	动力电池装机量	高	↓	中游材料不断扩产，2023年新能源汽车销量增速回落，景气度相对2022年有所下调
		锂电池制造	产能扩张和动力电池装机量	高	↓	动力电池厂商不断扩产，2023年将是产能集中释放之年，或存在产能结构性过剩风险，景气度相对2022年有所下调
	通信	电信运营	营业收入	中	→	5G和千兆网络套餐升级，电信运营保持平稳增长
		通信设备制造	营业收入	中	→	2023年国内电信运营商资本开支向下，海外5G市场保持一定增长，整体通信设备景气度与2022年持平。其中，华为中兴海外5G市场份额有所下降，参与爱立信、诺基亚、三星5G供应链体系的中国通信设备供应商有望实现更高增长机会
	电子	集成电路	半导体制造厂产能利用率	低	→	根据半导体库存周期及半导体制造产能利用率推测， 23年5月起半导体需求将逐步反弹。 22年前高后低，23年前低后高
	软件及服务	软件开发	经营利润	低	↑	2022年软件开发行业利润下降，主要是企业进行较多研发储备导致成本增加，疫情影响导致需求较为疲弱。预计2023年将开始将进入业绩释放期

图 17：各行业景气度回顾与展望

行业大类	一级行业	二级行业	景气度衡量指标	2022年景气度	2023年景气度展望（同比2022年趋势）	详细情况
中游制造	国防军工	常规兵器	营业收入	高	↑	二十大对国防建设提出的新要求,首次提出提高打赢能力,打造强大战略威慑体系，增加新域新质作战力量比重等，军工行业将向着更加全面、更多维度方向发展。新型号的数量和需求将进一步提升,老旧型号替换有望加速
		军用航空	营业收入	高	↑	
		军用航天	营业收入	高	↑	
		军用船舶	营业收入	高	↑	
		军用电子	营业收入	高	↑	
	机械设备	工程机械	营业收入	低	↓	存量新机基数大，下游需求无明显好转，预计2023年行业景气度仍处下行空间
	运输设备	船舶制造	新接订单量、造船完工量	低	↑	2023年开始国际海事组织的碳强度指标强制执行，将加速老旧船舶的更新换代，叠加油运周期上行预期，2023年新接订单量有望实现小幅增长 从造船完工量来看，2021年大量新船订单预计将在2023年开始交付，造船完工量预计将大幅增长 对于造船企业，2022年底开始高造价订单收入逐步确认，成本端造船板价格的持续回落，叠加中国对美元汇率走低，头部造船企业盈利水平预期将大幅提升
	轻工	造纸	企业利润	低	↑	造纸周期下行，处于行业筑底阶段 。2022年以来，造纸行业承担了CPI与PPI的“剪刀差”，生产成本高位叠加纸价低迷，纸企两头承压，盈利大幅下降，除头部企业盈利下滑外，大量中小企业陷入亏损，行业亏损面超4成，行业正在出清产能。预计2022年3、4季度，造纸行业仍将处于最困难的筑底时期，底部拐点可能出现在2023年上半年，需求和成本两端的压制因素好转（如国际木浆巨头新投产能释放），业绩将开启修复
下游消费及服务	食品饮料	白酒制造	批价	中	→	2022年宏观经济承压叠加疫情反复限制消费场景，白酒终端销售承压。2023年，伴随场景修复将迎来需求修复， 但可能仍需等待一定时间
		乳制品制造	头部企业液奶销售	低	→	2022年头部企业液奶销售同比转负，受疫情和宏观经济原因，乳制品需求端承压
		食品制造	CPI：食品	中	↓	2022年CPI食品项主要受猪肉价格驱动，2023年猪价波动减小，CPI食品项中枢将有所回落
	医药医疗	医药制造	营业收入；投融资	中	↑	疫情压制就医需求，2023年疫情影响趋弱下，医院诊疗量恢复带动行业营收明显修复
		医疗器械	营业收入	高	→	2023年行业将出现分化，医疗器械受益于医疗机构贴息贷款刺激将有较大增长，而IVD板块由于2022年新冠影响带来的高基数，2023年海外订单减弱，国内方面核酸检测需求也很难持续增长，预计将出现明显下滑
		医疗服务	营业收入；在手订单数量	高	↑	CXO方面，全球订单向中国转移的趋势仍在，虽然2022年新冠订单带来较高基数，但行业仍处于快速增长，增速虽然会下滑，但是10%以上同比增长仍能维持。医院方面，2022年各地疫情持续影响营业情况，疫情压制就医需求，2023年防疫放松的带动下，医院诊疗量恢复带动行业营收明显修复
		生命科学上游	营业收入	高	↑	随着下游生命科学研究、生物医药、检验检测等行业的发展，市场需求不断扩大。而本身国产化率低，随着海外优质人才回国，和新冠带来的全球供应链紧张问题，国内企业迎来快速发展期
	农林牧渔	养殖（生猪养殖）	猪价	中	→	2022年在周期下行的一致预期下供给端短期过快收缩，导致猪价在下半年迎来上涨。但是当前能繁母猪仍处于高位将制约了猪价上涨高度，预计2023年均价相对持平，猪价波动较2022年减小，全年趋势前低后高。
		养殖（奶牛牧场）	原奶价格	中	→	2022年奶价高位有所回落，但考虑到饲料端的成本上涨，牧场盈利逐渐有所承压
	家用电器	白色家电	营业收入	低	→	2023年预计在2022年低基数背景下有所修复，但考虑到大家电产品渗透率水平高，预计修复空间有限
		小家电	营业收入	低	↑	新兴小家电存在较大增长空间
	文化和传媒	影视制作、电视节目制作及发行、播出	电影票房	低	↑	2022年疫情散发情况较上年严重，线下娱乐受影响较大，预计全年票房将较疫情前腰斩。考虑到低基数，预计2023年或有所修复
	消费者服务	商业连锁（餐饮、酒店、商超）	营业收入	低	↑	随着疫情政策放松，2023年景气度大概率迎来反弹，幅度受到消费者购买能力和意愿的左右
	交通运输	仓储物流（物流）	企业利润	中	→	快递价格战告一段落，行业进入利润修复期，结合2021年企业盈利低基数，2022年利润增速普遍在高双位数。受疫情封控影响，预计全年快递行业整体业务量与业务收入增速放缓至10-15%区间

资料来源：招商银行研究院

注：一、二级行业匹配我行特色行业分类体系，行业大类按照不同行业在产业链中所处的相对位置进行划分。我们用各行业的重点关注指标衡量该行业的景气度。高景气度代表重点指标的同比增速在10%以上，中景气度代表重点指标的同比增速在0%-10%之间，低景气度意味着重点指标同比负增长。

景气度提供了对行业直观地进行横向比较和筛选的观察视角。通过梳理细分行业的景气度趋势，我们发现，

2023 年景气度同比改善的行业包括：油品制造、合成材料、软件开发、船舶制造、造纸、医药制造、小家电、文化传媒、商业连锁。

2023 年仍能维持高景气度的行业包括：建筑施工、光伏发电、锂、油气开采、国防军工、医疗器械、医疗服务、生命科学上游。

2023 年维持中或低景气度的行业包括：房地产、环保、煤炭、钢铁、基础化工、建筑材料、光伏制造产业链、传统汽车整车、电信运营、通信设备制造、集成电路、白酒制造、乳制品制造、生猪养殖、奶牛养殖、白色家电、仓储物流。

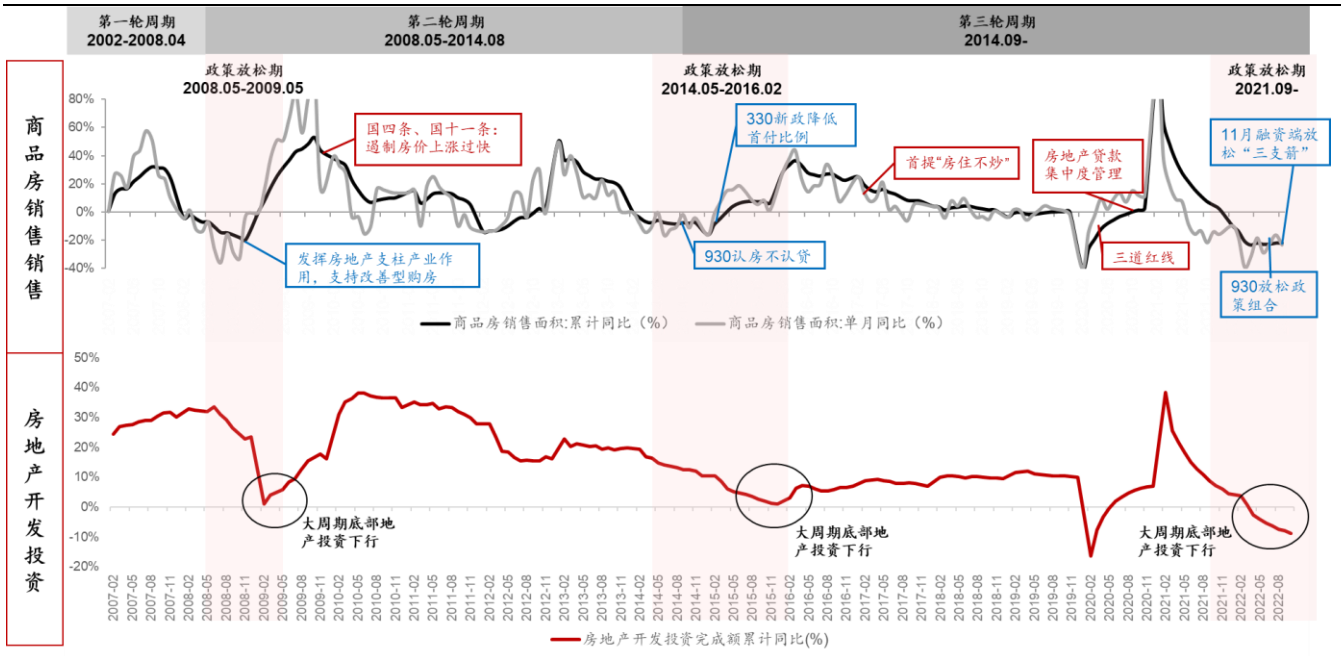
2023 年景气度存在下行风险的行业包括：新能源整车、锂电材料、锂电池制造、工程机械、食品制造。

➢ 地产与公用事业

2. 房地产：行业拐点阵痛期，供给侧格局重塑

目前是房地产第三轮大周期底部。房地产是周期性行业，通常从销售角度考虑，将地产分为“三年一轮小周期”。如果考虑销售和投资，可以将地产分为约 6-7 年一轮的大周期。在地产大周期底部不仅销售市场景气度转弱，投资也出现快速下行，同时面临经济大环境整体恶化的压力。目前处于第三轮大周期底部，此前周期底部时间分别为 2008-2009 年、2014-2015 年。本轮底部的形成主要源于房地产金融降杠杆政策的实施（2020.8 三道红线、2020.12 贷款集中度），因此大量房企出清，情况较此前复杂。

图 18：房地产周期位置



资料来源：招商银行研究院

2.1 回顾：2022 年地产各项指标大幅下滑，11 月政策转向实质性宽松

2022 年除房价外，地产其他指标均实现硬着陆。根据统计局 1-11 月数据及我们预测，2022 年全国商品房销售面积为 13.8 亿方，同比-23%。房地产开发投资为 13.2 万亿元，同比-10%。房屋新开工面积为 11.9 亿方，同比-40%。本轮下跌周期因为供给侧改革出清，2022 年放松政策出台节奏较缓且实质性转向时间比此前两轮周期晚。在房企大量出清的过程中，一方面因为交付困难影响到居民的购房信心，另一方面房企投资能力受到极大影响拖累经济增速。

回顾本轮地产放松政策，从 2021 年 4 季度开启，在 2022 年 11 月有了明显的转向，政策调控进入“深水区”。围绕“防风险”、“保民生”、“稳增

长”三大目标，一年多以来的地产放松政策可划分为四个阶段。各目标下政策力度不同，其中，防风险目标下政策力度最强，保民生次之、稳增长相对较弱。

“防风险”分别对应了“2021 年 9 月开始的严监管纠偏，即 2018 年开始的房地产降杠杆调控开始边际宽松”、以及“2022 年 11 月的地产政策转向实质性宽松”。2021 年 9 月特大型房企恒大信用违约并持续发酵，导致地产悲观预期上升，监管提出如“支持房地产信贷平稳有序”、“维护住房消费者合法权益”。虽然金融端严监管政策开始边际宽松，但这并不意味着降杠杆政策的转向，只是为了让“房地产降杠杆”平稳过渡，避免系统性风险的发生。

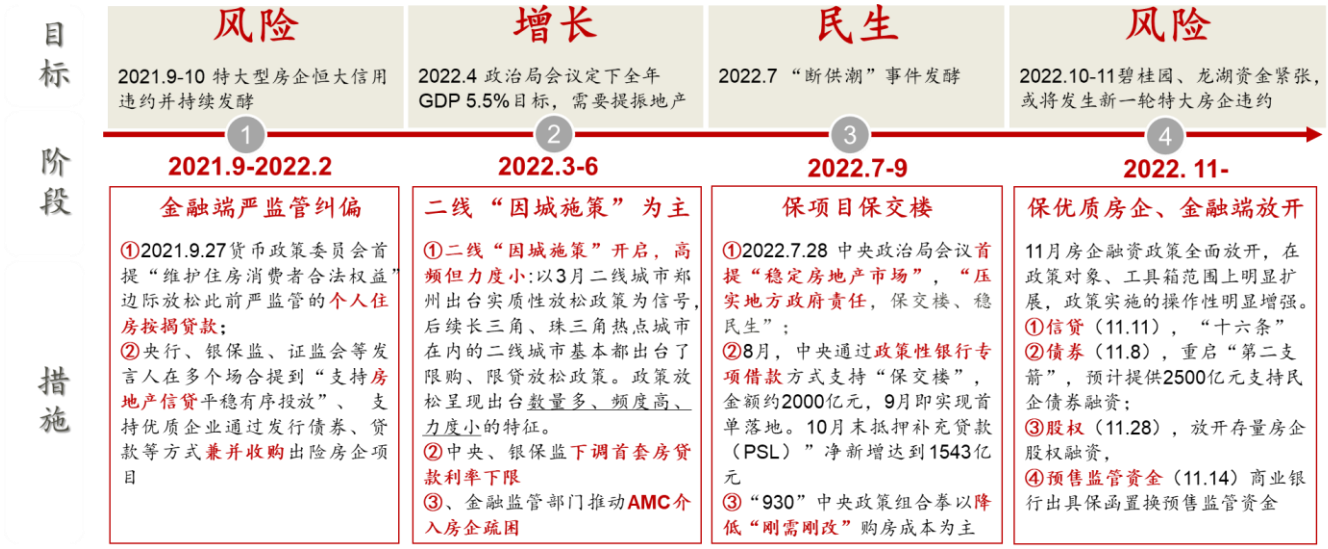
2022 年 11 月房地产融资“三支箭”是本轮放松最为实质的政策，意味着降杠杆调控融资限制的打开，同时意味着行业供给侧出清基本完成。10 月大型民企碧桂园、龙湖频繁传出流动性问题，公开市场债券价格大幅下跌，极有可能发生新一轮大型房企违约潮。于是，地产“三支箭”政策先后出台，具体包括：（1）以“金融十六条”为代表的信贷放松，央行出台实操性政策引导支持优质房企融资，并首提稳定房地产信托；（2）交易商协会重启“第二支箭”，预计支持包括房企在内的民营企业发债，金额约 2500 亿元；（3）时隔 6 年放开房企除 IPO 以外的股权融资。

在**“保民生”**阶段，放松政策力度提升，并且产生一定的效果。2022 年 3 季度“断供事件”发酵驱动中央在“稳民生”中向前站位。7 月的中央政治局会议首提“稳定房地产”；8 月中央通过政策性银行专项借款方式支持“保交楼”。三季度的全国房地产开发贷款同比增速边际改善，10 月末投向“保交楼”领域的抵押补充贷款（PSL）净新增达到 1543 亿元。

“稳增长”主要是二季度地产放松以提振销售为主，最终政策效果较弱。本轮需求端放松以地方主导的“因城施策”为主，二线及以下城市均出台了限购、限贷等实质性放松政策。需求端放松呈现出数量多、频度高、力度小的特征，整体看，政策在需求端仍延续“房住不炒、托而不举”的基调，对地产销售提振有限。

总结来看，目前房地产处于**“强政策，弱基本面”**的阶段。在政策端，融资政策已全面打开，主要看落地效果，同时预期需求端仍将持续放松。而基本面来看，销售面积累计同比增速自 2022 年 4 月大幅下跌以来，始终处于-20%以下，房地产开发投资累计同比仍在持续大幅下探。

图 19：本轮房地产放松阶段、政策梳理



资料来源：招商银行研究院

2.2 展望：2023 年销售跌幅收窄，供给侧出清基本完成

2.2.1 基本面：需求端政策力度及效果是影响销售、投资表现的最大变量

预计 2023 年仍将延续房地产宽松政策。在当前的时点，针对房地产融资形成了“信贷”“债券”“股权”的“三箭齐发”态势。不过，若想房地产企稳向好，离不开需求端政策的持续释放完善。各地限购限贷等实质性放松政策相较于 2016 年 2 月上一轮底部仍有较大空间，后续可关注核心城市针对“改善性”需求的提振。2022 年 12 月的中央经济工作会议对地产表述进一步积极，“支持住房改善”列为扩大内需支持消费的首位，需求端政策出台预期进一步增强。政策节奏上，中央经济工作会议仍强调各地主导的“因城施策”为主，时间上可重点关注 2023 年 1 季度各地主导的需求端放松。

房地产政策及基本面沿着以下路径演绎：供给侧出清完成——融资端限制打开——需求端政策预期——销售企稳——投资企稳。目前正处于需求端预期出台政策阶段，其力度及效果将是影响 2023 年销售、投资增速表现的最大变量。

我们预计 2023 年基本面将有所企稳，这也取决于政策释放的节奏及强度。由于不同政策环境下销售、投资表现将有所不同，我们对政策面给予乐观、中性的假设：

表 1：2023 年政策放松假设

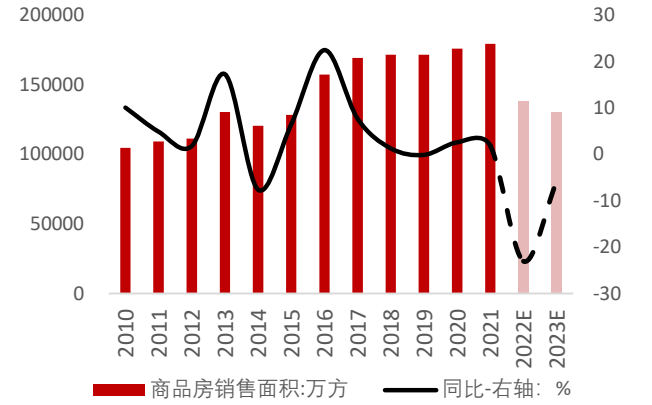
	乐观	中性
需求端“因城施策”	一线城市局部放松：北上广深适当降低二套房首付比例，取消认房认贷；二线城市应放尽放：南京、杭州、成都、苏州、武汉、西安等城市取消限购限贷，首套房首付 2 成，二套房 3 成	**二线及以下城市放松**：南京、杭州、成都、苏州、武汉、西安等适当放松限购限贷，适当下调首套房、二套房首付比例
融资端政策	三道红线放开	房企融资环境明显改善

资料来源：wind,招商银行研究院

销售端，除了供给侧出清影响以外，本轮下跌周期还受到疫情反复、经济下行居民收入预期不足的影响，因此恢复市场信心并不容易。考虑到 2021 年一季度相对较高的基数以及政策释放的节奏，最早我们认为 2023Q2 降幅显著收窄，三四季度开始量价齐升。中性情况下，预计 2023 年 Q1-Q4 销售面积单季同比分别为-25%、-5%、0%、5%，全年为-5.7%，商品房销售面积为 13.0 亿方。乐观情形下，政策端释放超预期且效果显现较早，那么商品房销售面积可达 14.0 亿方，同比为 1%。

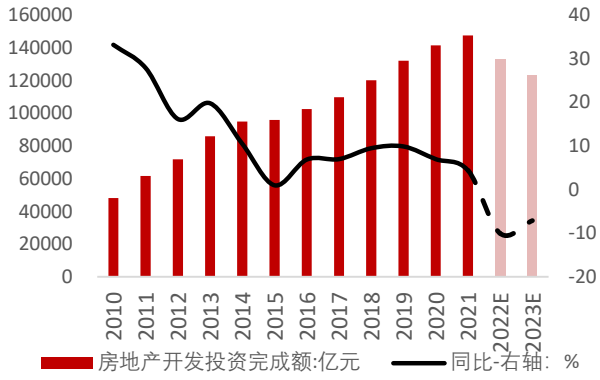
投资端，从历史来看，复苏滞后于销售，若销售在二三季度复苏，投资大概率在四季度会有所修复。房地产开发投资主要包含土地投资与施工投资，其中土地投资占比 3 成，建安投资占比 7 城。土地投资通常滞后土地出让市场 1 年左右，与前一年出让金相关度较高。根据中指院数据，2022 年 1-11 月，全国土地出让金同比下降-30%，降幅明显。因此我们预计 2023 年土地投资同比增速继续为负，跌幅为 15%。施工投资端主要与施工面积关联度较高，施工面积包含过去 3-5 年施工项目的信息，对边际变化并不敏感，2022 年施工面积同比为-7%，施工面积同比首次转负。2023 年预计在此前新开工面积大幅下探而竣工受“保交楼”影响有一定支持的情况下，施工面积同比大概率持续为负，预计施工投资为-4%。中性情况下，预计房地产开发投资额为-7.1%。若政策短期有更强的刺激，预计房地产开发投资修复更早，且有望实现跌幅大幅收窄，预计房地产开发投资同比-3.8%。

图 20：商品房销售面积预测（中性情形）



资料来源：wind,招商银行研究院

图 21：房地产开发投资预测（中性情形）

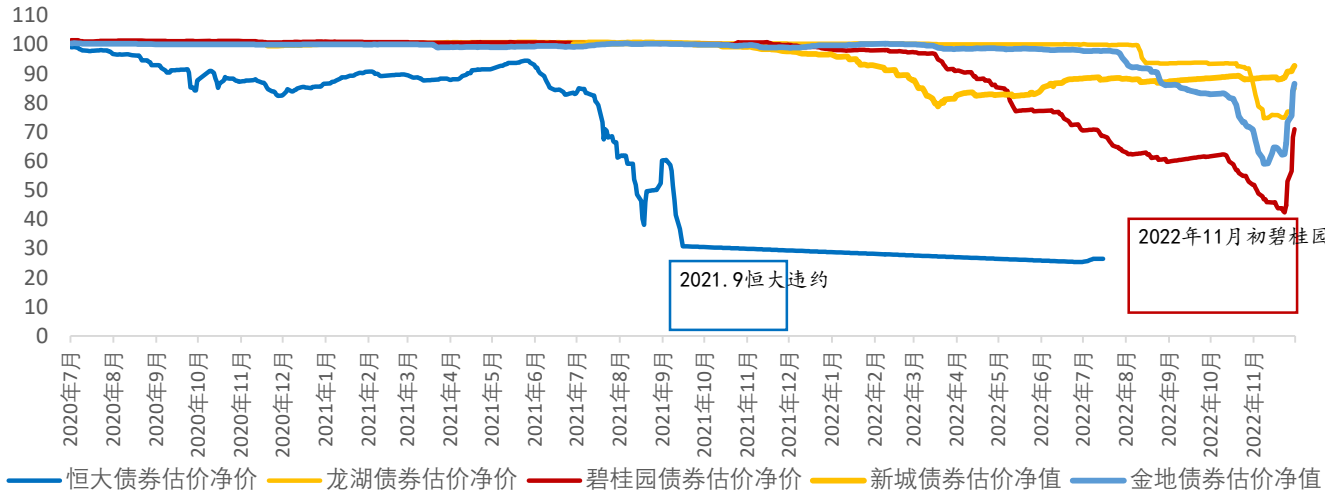


资料来源：wind,招商银行研究院

2.2.2 行业格局：央国企、优质民企份额提升，建筑企业、城投成为市场新进入者

本轮房企出清接近结束，后续再发生新的大型房企违约概率较低。如我们前文所述，融资端政策的转向意味着房企出清基本完成，从债券市场价格表现上亦可看出新一轮大型房企违约压力有所缓解。对于未在公开市场违约或展期的相对优质民营及混合所有制房企（碧桂园、龙湖、金地等），在 2022 年 10-11 月受流动性紧张传闻影响引发债券价格大跌，其中碧桂园已跌至 40-50 元，接近恒大违约前的债券价格。11 月“三支箭”政策出台后，这些房企债券价格回至 70 块以上，说明市场对新一轮暴雷担忧基本修复。

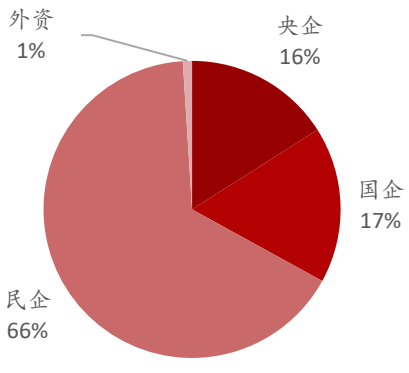
图 22：大型房企债券价格表现



资料来源：招商银行研究院；注：恒大、碧桂园、龙湖、新城选取债券分别为“15 恒大 03、19 碧地 03、19 龙湖 03、21 新控 01、16 金地 02”

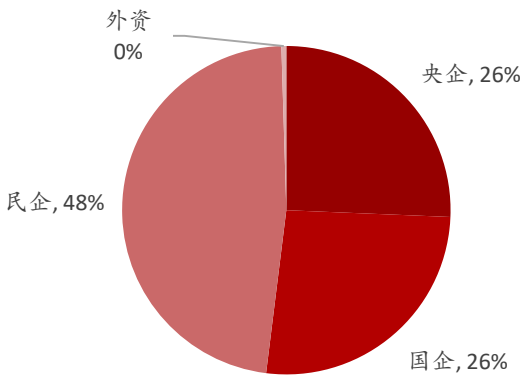
销售端格局重塑趋势明显，民企份额明显缩水，央企与国企份额合计过半。2021 年下半年以来的房企暴雷事件中，违约房企主要为此前较为激进的民营房企，其后续施工与销售都受到拖累。而央企与国企具备更强的信用优势，且能够在下行周期内将其转化为销售优势。对比 2020 年与 2022 年 1-11 月的 TOP100 销售数据，民企份额大幅缩水了 18 个百分点，除部分优质民企外销售显著走弱，而央企与国企份额各上涨了 10 个、9 个百分点，承接了此前激进民企的销售份额。

图 23：2020 年销售 TOP100 企业



资料来源：克而瑞，招商银行研究院

图 24：2022 年 1-11 月销售 TOP100 企业

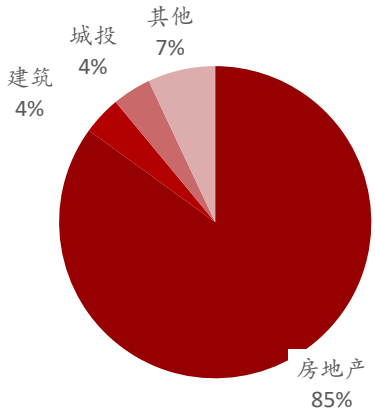


资料来源：克而瑞，招商银行研究院

建筑企业与城投成为房地产市场新进入者，份额已超三分之一。销售端低迷与资金压力下，房企拿地积极性下滑，建筑企业入局，城投大量托底，成为房地产市场的新力量。对比2020年与2022年1-11月的TOP100新增货值数据，

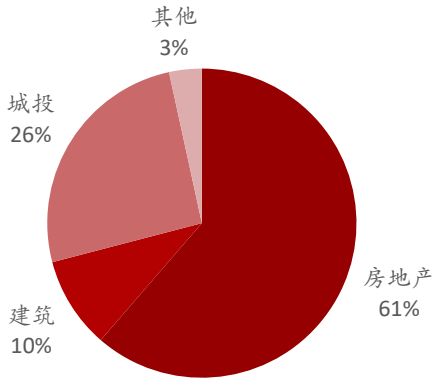
建筑、城投类企业份额从 8%大幅提升至 36%。其中，建筑企业中中国铁建新增货值排名 TOP9，中建东孚排名 TOP18；城投类企业广州地铁和深圳地铁分别排名 TOP11 和 TOP12。

图 25：2020 年新增货值 TOP100 企业



资料来源：克而瑞，招商银行研究院

图 26：2022 年 1-11 月新增货值 TOP100 企业



资料来源：克而瑞，招商银行研究院

3. 基建设施建设：年内或达 12%，2023 年或达 6%

3.1 回顾：2022 年投资增速或达 12%，或有上年延迟释放因素

从总体投资规模角度来看，截止 2022 年 11 月，全国基础设施建设投资增速为 11.65%，较上月增加 0.26 个百分点（不含电力全国基础设施建设投资增速为 8,90%，较上月增加 0.20 个百分点），预计 2022 年全年基建投资增速或将达到 12%左右，为自 2017 年以来最高水平。

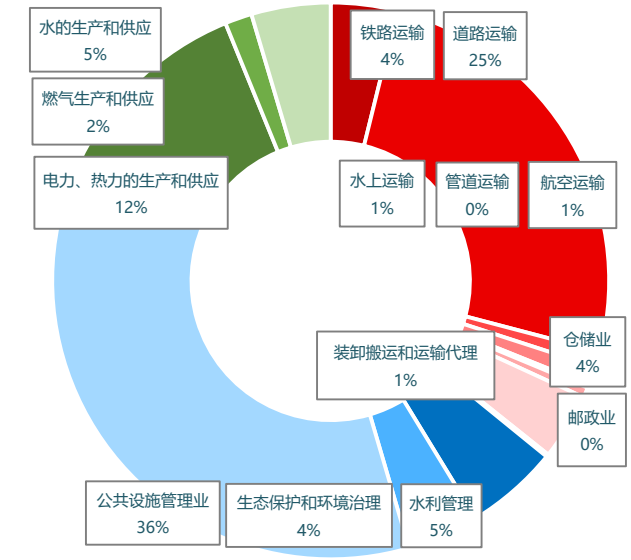
回望年初，我们曾预测到 2022 年基建投资增速或达 5 年来最高水平，但仍明显低估了实际绝对值规模（原预测上限为 6.5%）。造成这种偏差的原因或在于以下几点：

1） 2021 年基建投资释放递延，部分投资统计可能递延进了 2022 年数据；

2） 国内新增信贷水平超预期，在资金端形成了超预期支撑

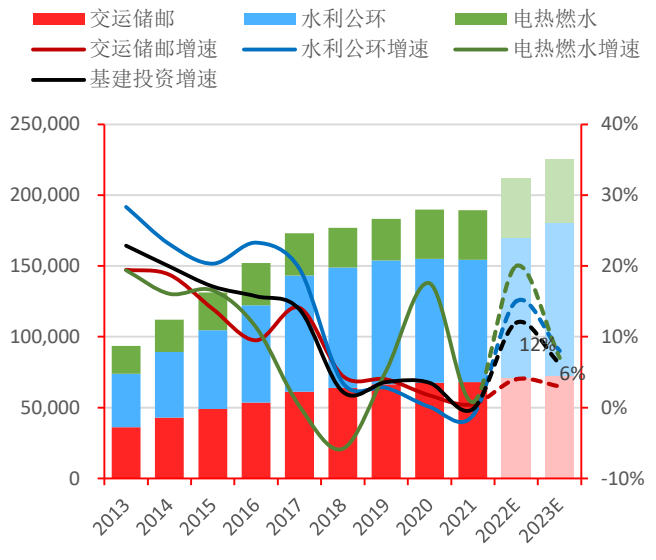
3） 水利、水电等子领域建设规模较大，在需求端提供了订单支撑。

图 27： 2021 年中国基建投资细分领域构成



资料来源：前瞻产业研究院，招商银行研究院

图 28：历年中国基建投资细分领域构成变化趋势



资料来源：公开资料，招商银行研究院整理

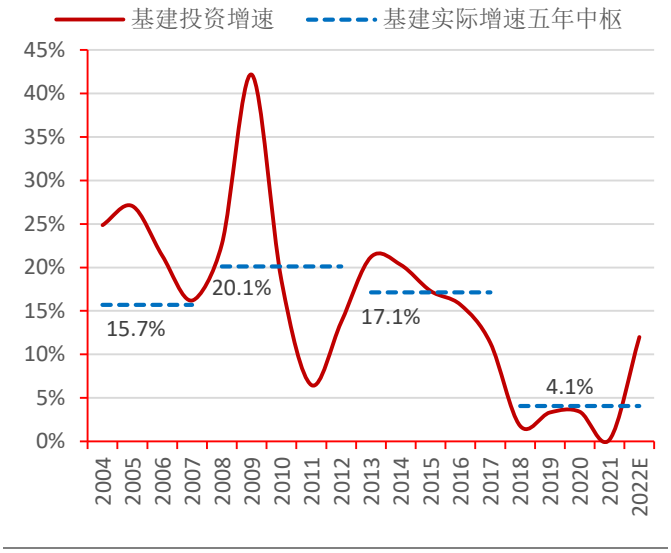
从细分子领域结构来看，基建投资的内生增长动力引擎也在经历一轮切换。根据统计局的定义，广义基础设施建设包括三个大类，分别为：交通运输、仓储和邮政业，占比约 45.8%（2021）；水利、环境和公共设施管理业，占比约 35.7%（2021）；电力、热力、燃气及水的生产和供应业，占比约 18.5%（2021）。相比 2011 年，近十年间道路运输、公共设施、生态环境、水务投资的比重有明显提升，铁路运输、电力热力投资比重明显降低。

根据对建筑央企调研反馈情况，2022 年我国基建投资增速的主要贡献或来自于城市建设相关的城市综合体开发、新区建设、旧改等项目；此外，风光大基地、水利水电等项目建设也贡献了较高的电力相关项目建设投资增量。

3.2 展望：2023 年投资增速或达 6%，水利环公或为增长动力

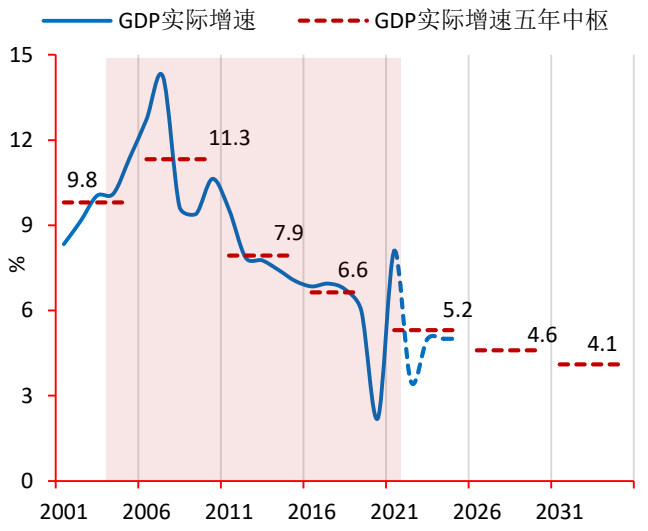
根据此前我们发布的基建深度报告分析，目前我国或处在基建投资强度（投资占比 GDP 绝对值的比值）18%附近高位稳定小幅波动的状态。而根据宏观 GDP 增速五年中枢，目前我国基建或处在以 5.2%为增速五年中枢的阶段。

图 29：近五年基建投资增速中枢已下探至 4%附近



资料来源：Wind，招商银行研究院

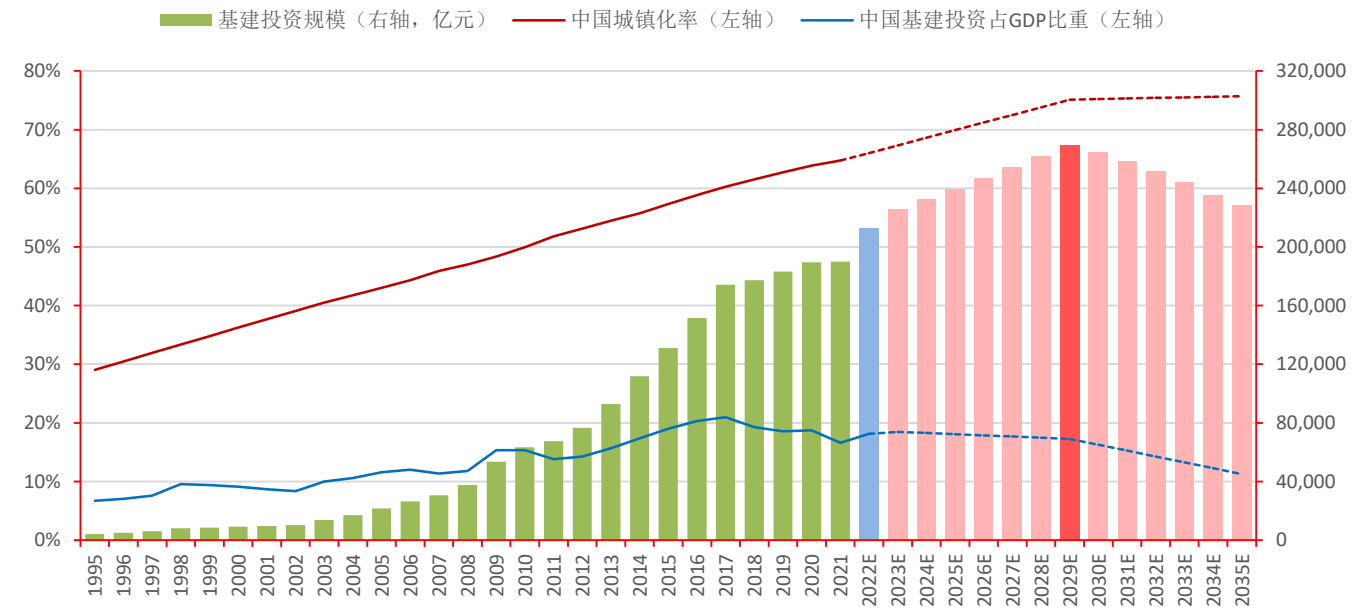
图 30：未来宏观 GDP 五年增速中枢水平预测



资料来源：Wind，招商银行研究院

若将基建投资增速同样取五年移动平均水平来看，近五年基建投资的增速中枢约为 4.1%，与 GDP 增速水平相近。二者增速中枢的差值持续缩小，也可以论证基建投资强度或已达到高位稳定阶段。**若 2023 年基建投资强度小幅上升 0.32 个百分点至 18.47%，则对应 2023 年或可达到约 6%的基建投资增速，对应投资额绝对值约 22.56 万亿元。**

图 31：基建投资增速于 2015 至 2017 年间迅速换档

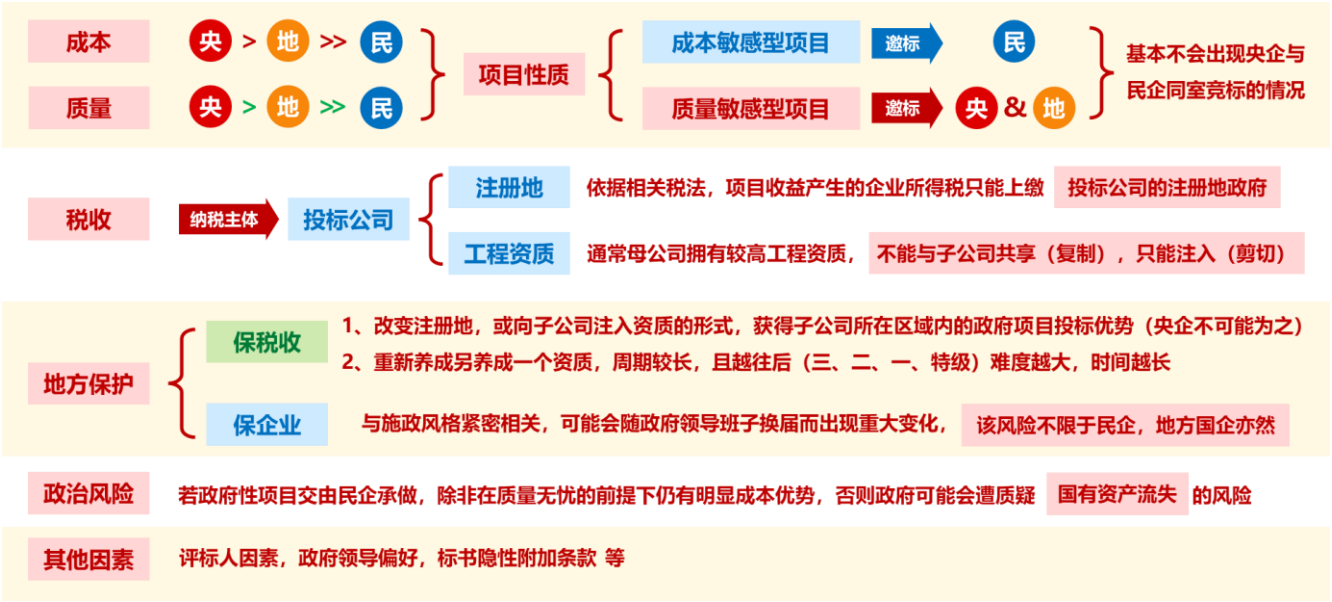


资料来源：公开资料，招商银行研究院整理收集

从行业结构来看，判断 2023 年基建市场的建设重心或仍将集中在水利环公等市政相关领域，市政设施管理、环境卫生管理、城乡市容管理等传统基建项目与综合管廊建设、海绵城市建设、智慧城市建设等较新型的基建项目或将获得较多市场关注。若将各细分子领域拆分并分别作增速预测，**则至 2023 年全国水利公环投资规模或达 10.79 万亿元，交运储邮投资规模或达 7.28 万亿元，电热燃水投资规模或达 4.49 万亿元。**

相比传统的高速公路、桥梁、铁路等传统交通基建项目建设，近年来占比显著上升的市政类型项目对于参与方而言无论是技术难度还是垫资压力都要友好许多。因此，如果仅从准入门槛角度来看，基建投资的档位切换可以理解为一种市场下沉的表现，对于部分国企与民企而言意味着更多的市场机遇。

图 32：建筑企业竞标的核心优势与评标人的评标逻辑



资料来源：招商银行研究院

从市场参与者结构角度来看，决定市场玩家结构的远不止项目技术与资金能力两项门槛，此外还有成本、质量、税收、地方保护、政治政策风险等诸多影响因素，综合考虑全部影响因素的前提下，我们认为市场未来或将出现如下分化趋势：

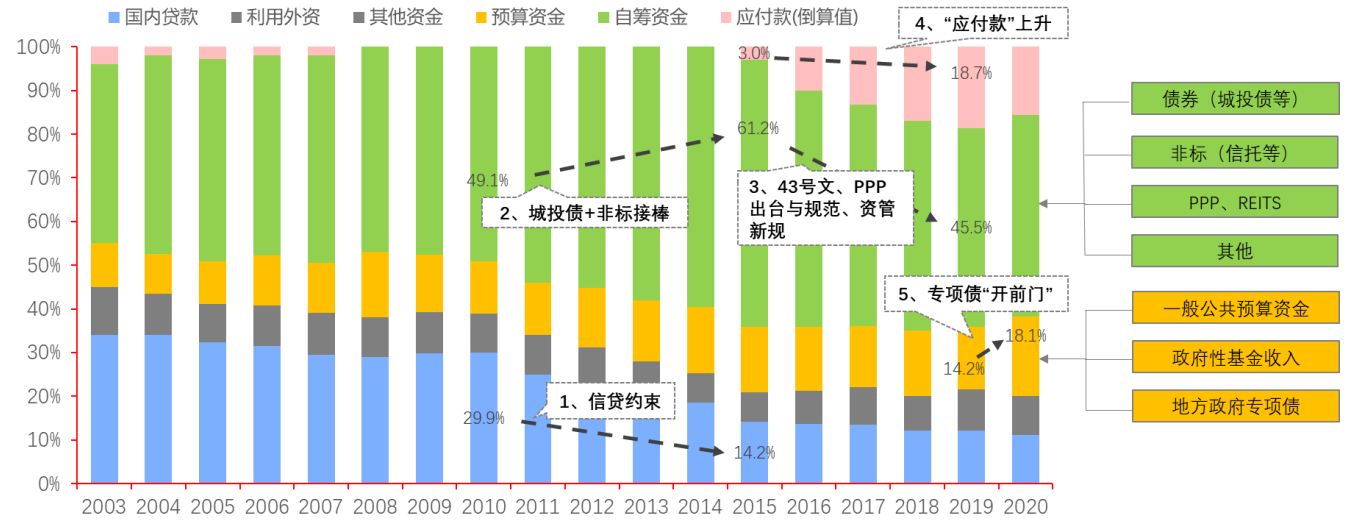
1) 随着理性市场需求的增长放缓，建筑行业央企或将扩大经营的目标不断向后线城市下沉，或将对部分弱势地方国企与民营企业的生存空间形成压力；

2) 为了获得更多的工程机会，一旦某后线城市释放出可观的市场需求空间，部分民营企业与地方国企就会抢先将自己拥有最高工程资质的母公司迁移至该城市，以在税收缴纳方面获得地方政府的支持从而获得竞标的优势。而央企受其垂直管理结构限制，或难以在短期内做出灵活反应，或在市场下沉过程中出让部分利益给民营企业；

3) 在政府重大项目或价格敏感型的常规建筑工程项目的竞标场合中，通常为央企“相同重量级选手间的较量”，或难以见到民营企业参与竞标的现象；

4) 部分弱势地方国企或民营企业，或将开始由总承包向专业分包转型，以避免在总承包的擂台上与央企形成直接竞争关系，而转而从产业链分工上寻求与央企合作共存的出路。

图 33：2003-2020 年基建投资完成额的资金结构



资料来源：Wind，华西证券研究所，招商银行研究院

从投资资金结构角度来看，我国基建投资资金结构先后经历了三轮变化：

1) **自筹接盘信贷**（2010-2015）：2010 年开始出台一系列政策限制城投无序融资（国发 19 号文、财预 412 号文等），而 2012 年开放的可以绕开银信监管的券商基金资管业务，直接导致了随后的非标融资大爆发。五年内国内信贷在基建投资中的占比下降了近 16 个百分点，同期以城投债和非标融资为主的自筹资金提升了 12 个百分点；

2) **应付接盘自筹**（2015-2019）：2015 年 43 号文的提出直接剥离了城投平台的政府信用背书；随后又出现了 PPP 模式的大规模爆发与清库“急刹车”，也为之后大量的工程项目企业垫资埋下了伏笔；在此期间自筹资金占比迅速下降近 16 个百分点，同期的“应付款”占比也提升了近 16 个百分点；

3) **专项债接盘应付**（2019-2020）：在此期间以专项债为主的预算资金占比迅速提升了近 4 个百分点，远超历史水平。而在显示市场中体现为 PPP 模式的持续快速萎缩与专项债的持续高额发行。

目前我国基建投资资金结构或仍处在第三阶段周期内，但从当前 2022 尚未提前下发 2023 年专项债额度这一迹象中或可发现，目前我国专项债的高强度发行或也已进入下一轮调整期，在此期间专项债项目的可行性审查或将趋严。

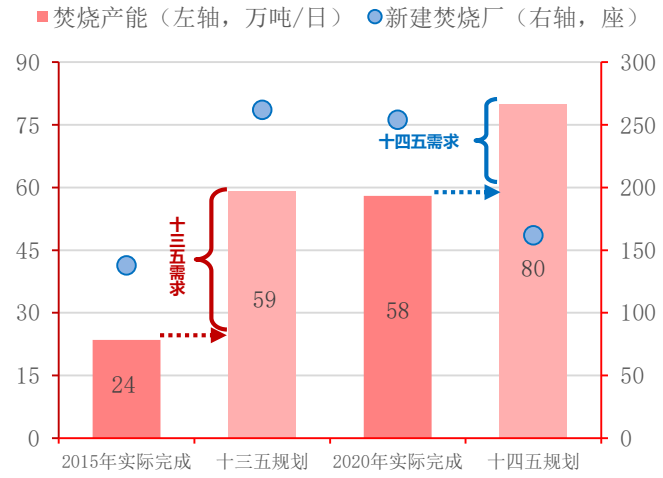
4. 环保：垃圾发电与污水处理或已达顶，未来建设市场或将快速向运营市场转化

4.1 垃圾焚烧发电：产能建设日趋饱和，退补新政影响分化

在固废处置领域，垃圾焚烧市场的产能建设峰值已过，开始趋向饱和状态。根据公开数据，2022-2025 年内仅剩 5.5 万吨/日新增目标，对应或仅约 81 座焚烧厂新建需求，对应投资额仅剩约 275 亿元，**若以平均水平计算，则 2023 年或仅有 69 亿元新增产能建设需求。**

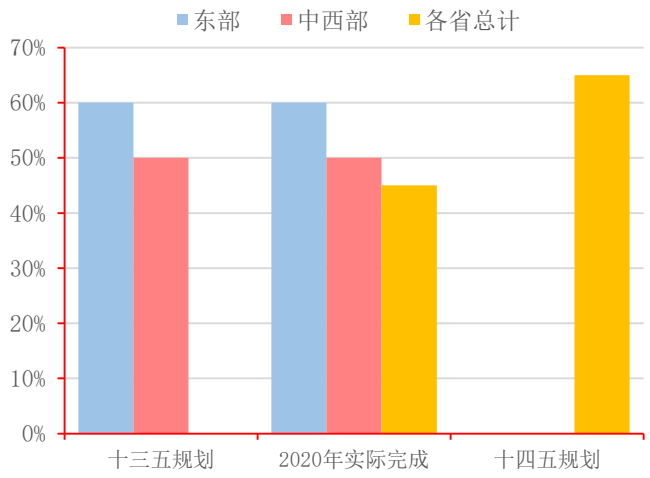
建设高峰期已过，运营高峰期到来。假设至2025年全国东、西、中部地区的人口分布占比保持不变，则至 2025 年，东部地区人口数量或将达到 6.64 亿、中部地区或将达到 3.65 亿、西部地区或将达到 3.84 亿人。假设每一万人一年的生活垃圾产量为 4500 吨，同时按照“十四五”规划中东部焚烧比例达到 70%、中西部达到 65%估算，则可测算至 2023 年，全国垃圾焚烧总产能规模或将达到 4.20 亿吨，市场总规模或将达到 920.3 亿元/年。

图 34：“十四五”新增产能需求明显减弱



资料来源：国务院官网，招商银行研究院

图 35：我国垃圾焚烧焚烧率



资料来源：国务院官网，招商银行研究院

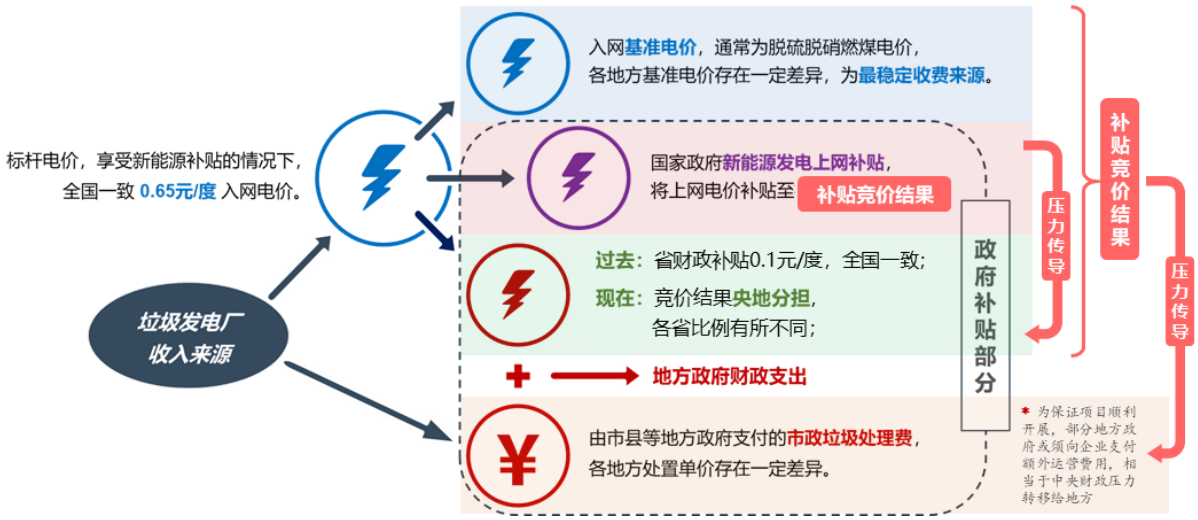
而在退补新政层面，《2021 年生物质发电项目建设工作方案》的内容大致可以概括如下三点：

1) 对于非竞争配置项目，国补仍按照 0.65 元结算；

2) 对于竞争性项目，则适用国补新政；

3) 补贴将采取“央地分担”模式。

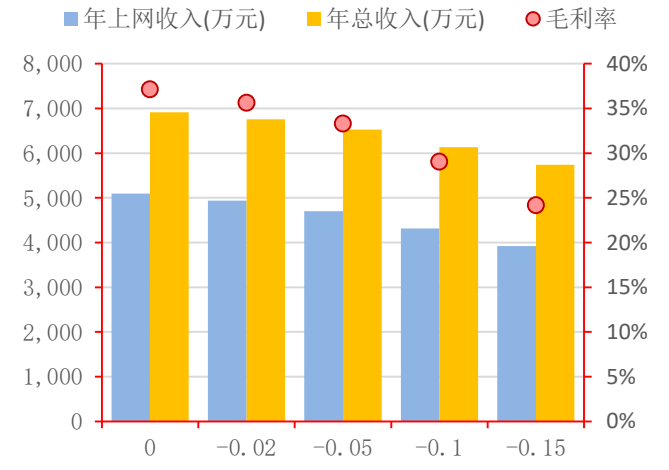
图 36：垃圾发电项目收入来源及退补新政所导致的资金压力传导方式



资料来源：公开资料，招商银行研究院

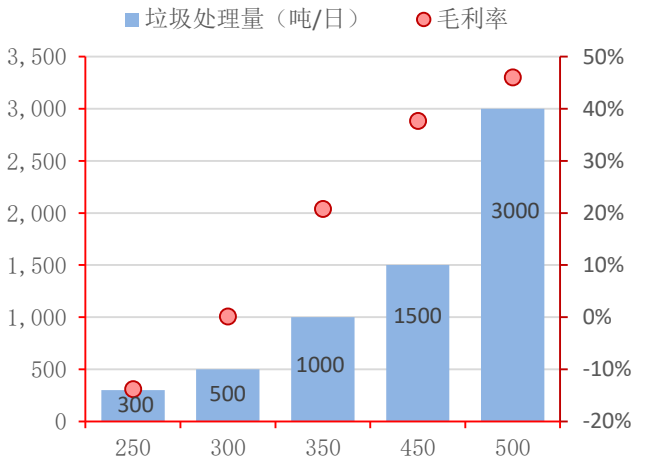
虽然 2022 年的竞价结果尚未公布，但参考上年少数企业参与竞价的结果来看，大概率会落在 0.58-0.62 元/千瓦时这一范围内，在竞价激烈情况下可能会低于 0.55 元/千瓦时这一水平。**对于竞争配置项目而言，国补退坡意味着降低上网售电收入，在运营成本不变的情况下降低企业毛利。**

图 37：不同退补金额对同一企业经营的影响



资料来源：招商银行研究院测算

图 38：相同退补金额对不同规模企业经营的影响



资料来源：招商银行研究院测算

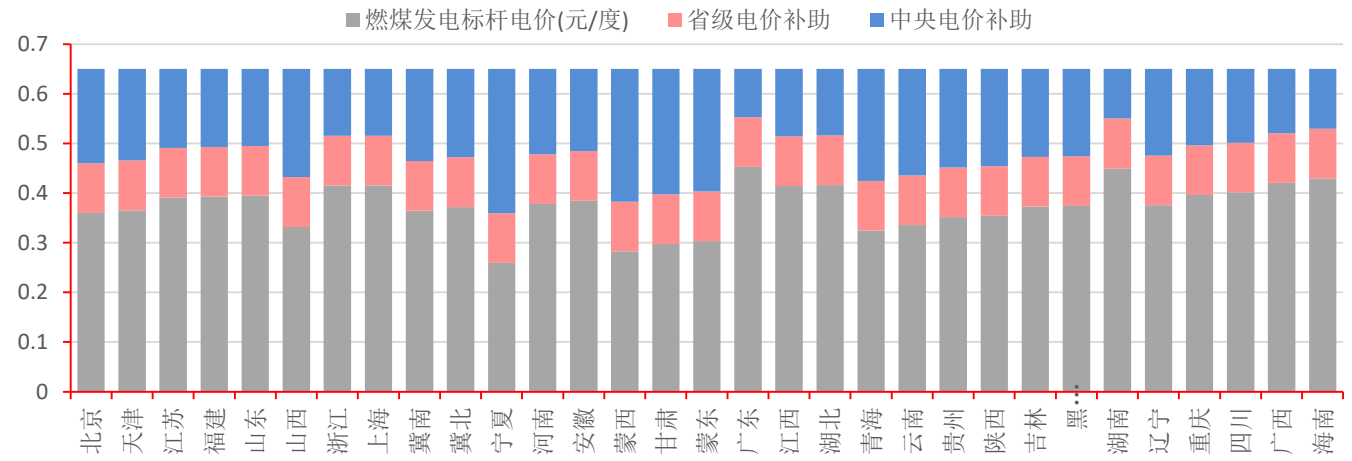
假设某垃圾焚烧厂垃圾处理量为 1000 吨/日，配置 2 台 500t/d 机械炉排焚烧炉、2 台余热锅炉及 1 台 25MW 凝汽式汽轮发电机组，项目总投资 5 亿元、运营周期 20 年，年运营 280 天，每吨生活垃圾折算上网电量为 280kWh，垃圾处理费 65 元/吨估算收益，则可得出当国补退坡额度在 0.01 元/kWh、0.05 元/kWh、0.1 元/kWh 时，毛利率降幅将分别为达到 1.5%、3.8%、8.1%。**由此可见，对于**

竞争配置项目而言，退补幅度一旦超过 0.1 元，对于毛利率的打击或将对部分企业造成沉重打击。

而在不同规模的企业之间，抵抗退补的能力也有较大差别。假某 5 家垃圾焚烧厂垃圾处理量分别为 300、500、1000、1500、3000 吨/日，由于更大的产能对应更大的产线，最终可以实现更高的发电效率，则假设该 5 厂的单吨垃圾发电量分别对应 250、300、350、450、500 千瓦时/吨；在其他假设条件根据上一段假设进行合理化修正（如单位建设成本、运营成本）的前提下，最终所获得的毛利率将分别为达到 -13.8%、0.1%、20.8%、37.7%、46%。**由此可见，对于竞争配置项目而言，更大的产线规模与更强的发电效率，往往可以直接对应为更强的御寒能力水平。**

2021 年国补退坡政策实施前，企业发电收益按照标杆电价+省补 0.1 元/度+国补=0.65 元/度核算，其中有 7 个省份国补金额超过了 0.2 元/度，宁夏、蒙西、甘肃更是超过了 0.25 元/度。

图 39：退补前各省发电收益组成（元/kWh）



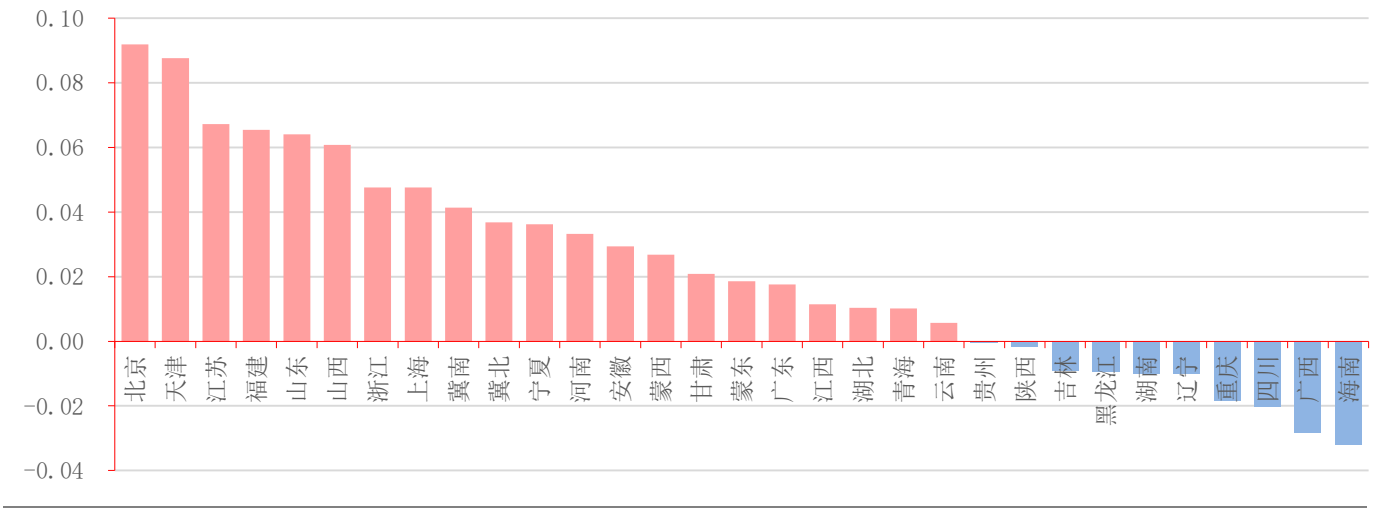
资料来源：公开资料，招商银行研究院整理测算

在省补层面，假设 2022 年最终的竞价结果为 0.6 元/度，按照央地分担比例预估，或将有 60%以上省份省级电价补贴金额超过 0.1 元/度。全国平均省级补贴金额超过 0.12 元/度，比退补政策前多出了 0.02 元/度。

在国补层面，根据前文中对市场规模的估算（总垃圾焚烧炉将达到 4.28 亿吨，其中东部垃圾焚烧量约为 2 亿吨、中部为 1.07 亿吨、西部约为 1.12 亿吨），至 2025 年我国东部产生 1.66 亿吨/日的新增产能、中部产生 2.26 亿吨/日的新增产能、西部产生 2.37 亿吨/日的新增产能，假设补贴金额保持 0.2 元/KWh，按照给定的央地分担比例，2025 年东部区域省补金额达到 2.7 亿元/年、中部区域达到 2.8 亿元/年、西部区域达到 1.9 亿元/年；东部区域国补金额达到 0.7 亿元

/年、中部区域达到 1.8 亿元/年、西部区域达到 2.9 亿元/年，每年总补贴金额为 12.9 亿元/年。

图 40：退补后各省份省级补助增加金额（元/kWh）



资料来源：公开资料，招商银行研究院整理测算

分析发现，央地分担新政或许并非对所有省份都增加了财政压力，对于部分燃煤电价较高的、且中央承担比例较高的区域，在央地分担政策下，或将在一定程度上降低其省补压力。涉及省份或将包括海南、广西、四川、重庆、辽宁、湖南、黑龙江、吉林与陕西等。以海南省为例，在央地分担新政落地的产经下，其省补压力或将从 0.1 元/度降低至 0.068 元/度。

虽然央地分担政策在一定程度上缓解了国家新能源补贴资金的压力，且对于小部分省份或将减轻其省补负担，但对于大多数省份而言或将意味着额外的财政压力。对此我们判断，在新政施行初期，对于部分压力较大的省份，中央可能会给予的额外补偿资金用于过渡，来完备其省内的垃圾焚烧配套项目，而中后期的发展则或将完全交还给市场规则。

4.2 其他固废处置：水泥窑协同产能建设高峰已过，锂电回收等回收利用板块或迎发展大潮

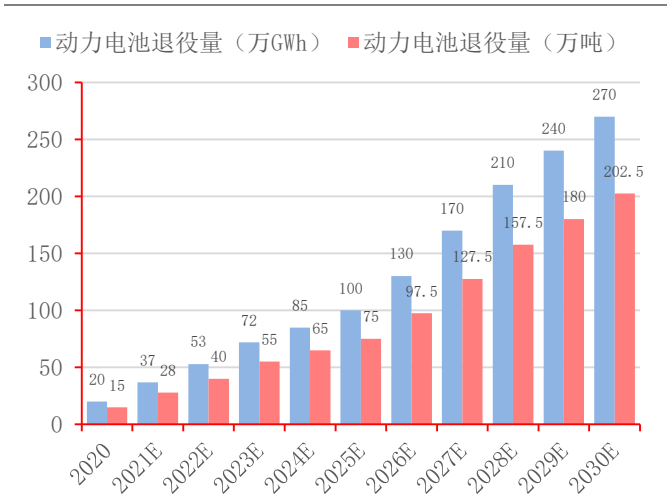
垃圾焚烧发电之外的各大固废处置领域在 2023 年或将出现以下趋势：

1) **水泥窑协同处置子行业**建设高峰期或已过去，2023 年总体或将对应投资需求或仅为 1.25 亿元，或将很快迎来行业运营高峰期，期间或许出现明显的企业价格竞争情况，或对盈利水平造成影响；

2) **垃圾填埋子行业**受政策压退影响，填埋产能建设市场未来或难见到规模化增长趋势，但成功获批的刚性填埋场由于其广谱性与稀缺性，则或将成为固废处置行业内炙手可热的“战略资源”；

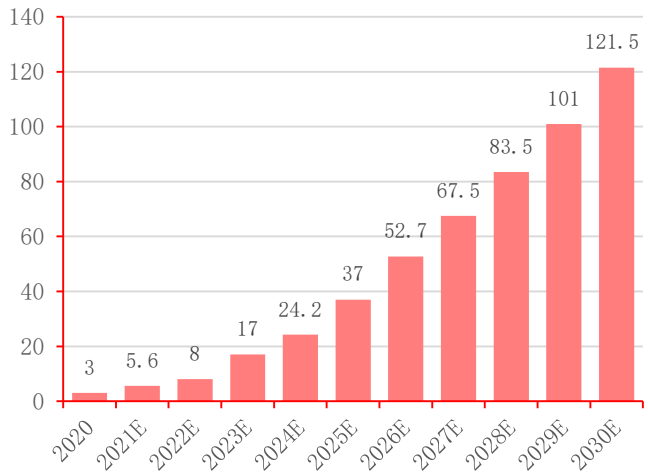
3) **餐厨垃圾处理子行业**或仍存在较大的市场空间，2020 年全国 338 个地级及以上城市的餐厨垃圾规模或达 177.48 亿吨，若 2023 年待建餐厨垃圾处置设备可覆盖总规模的 50%，则将对应 88.74 亿吨/年的产能建设需求，或将有 15.8 亿元的待建产能规模。

图 41：动力电池退役规模或迅速扩大



资料来源：企业官网公开资料，招商银行研究院

图 42：动力电池需再生利用量或迅速扩大



资料来源：企业官网公开资料，招商银行研究院

4) **锂电池回收子行业**受上游新能源汽车高速发展影响或将迎来市场空间爆发期，虽然在 2023 年或将不会出现爆发式增长，但随着电池大规模退役潮的临近，至 2028 年全国锂电池再生利用市场规模或将达到 83.5 万吨，对应的新建产能投资需求或达 66.8 亿元；

5) **电镀污泥贵金属回收子行业**属于重资产投资行业，且受上游原材料分布影响，区域属性较为明显，在判断单一行业内企业的盈利能力及流动性水平时，可以参考经营情况相对稳定的龙头公司（如格林美、飞南资源等）作为参考。

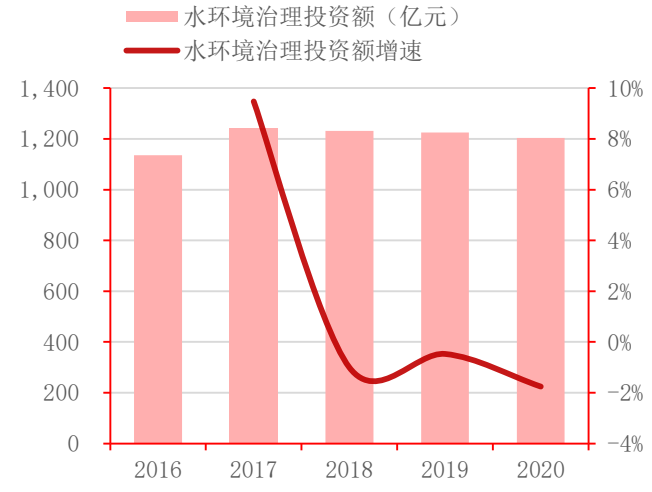
4.3 污水处理：流域治理市场规模或难增长，污水处理市场未来增长点或在于城市提标与农村产能建设

在污水处理与流域治理领域，目前我国江川河流等动态水系治理情况卓有成效，但湖泊水库等静态水系的治理压力或显著高于河流等动态水系。“十四五”期间治理思路或将以提高优良水体比例为主，由“除劣”向“逐优”进行过渡。

由于流域治理商业模式的限制与近年投资规模增加乏力，自 2016 年至 2020 年的五年间，我国流域治理领域的投资规模始终维持在 1200 亿元附近。在没

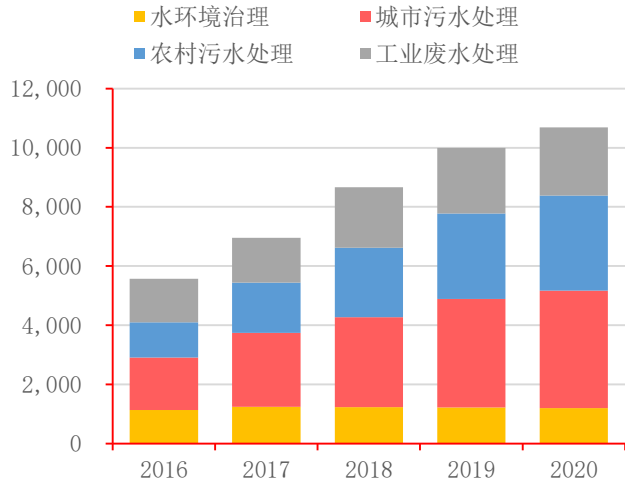
有更加合理化、市场化的新的商业模式出现的前提下，**预计 2023 年我国流域治理年化市场投资规模大概率延续 1200 亿元不变。**

图 43：流域治理相关投资规模基本稳定



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 44：水污染治理行业细分市场结构（亿元）



资料来源：Wind，招商银行研究院

在城市污水产能建设层面，近 20 年我国城市污水处理率显著提升，我们认为未来城市污水新增产能建设需求或主要集中在老旧污水处理产能的提标改造与新增产能配套两方面。

在提标改造需求方面，影响这一市场空间的两大核心因素或为：

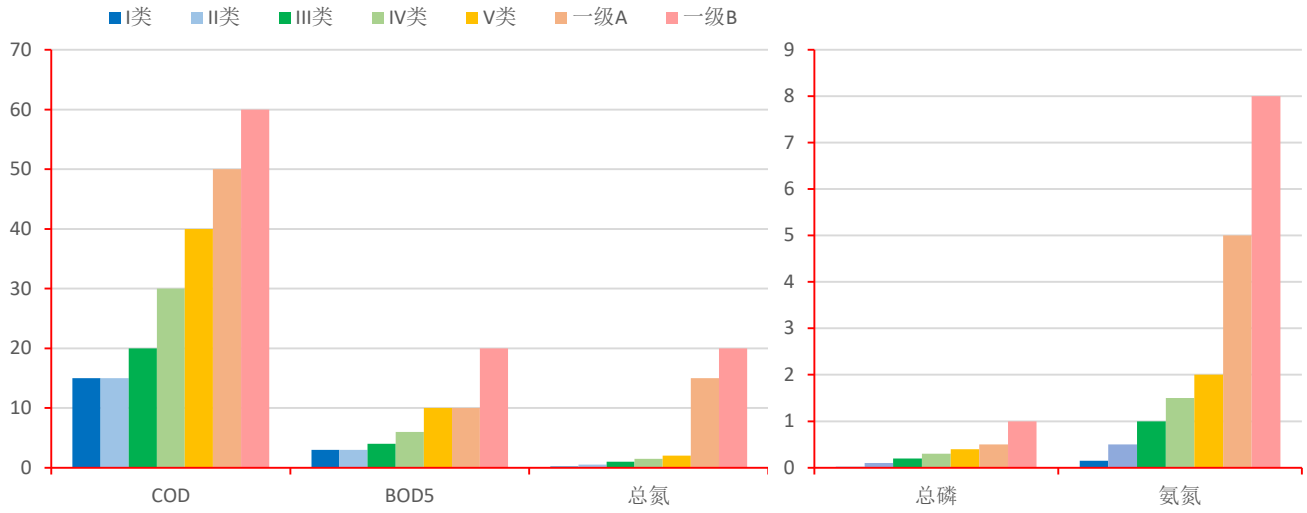
1） 现行标准的落实情况，即 1A 与非 1A 标准的占比情况；

2） 未来提标的潜在影响因素，即流域水质情况与排放至流域的处理水水质情况。

从第一点情况来看，根据我国《城镇污水处理厂污染物排放标准 GB18918-2002》，污水处理厂出水标准分为一级 A、一级 B、二级和三级标准。目前，我国污水处理厂出水标准多为一级 A 和一级 B。

截至 2020 年 1 月，我国污水处理厂中约 1.9 亿吨/日出水标准达到一级 A 标准，占比总排放水量规模约 83%。**若 2023 年所有一级 A 出水标准以下的污水处理厂均向 1 级 A 标准进行提标改造，按照吨水投资 1000 元/（吨/日）计算，则该部分市场空间约为 390 亿元。**

图 45：现行污水排放标准宽于地表水质 V 类水



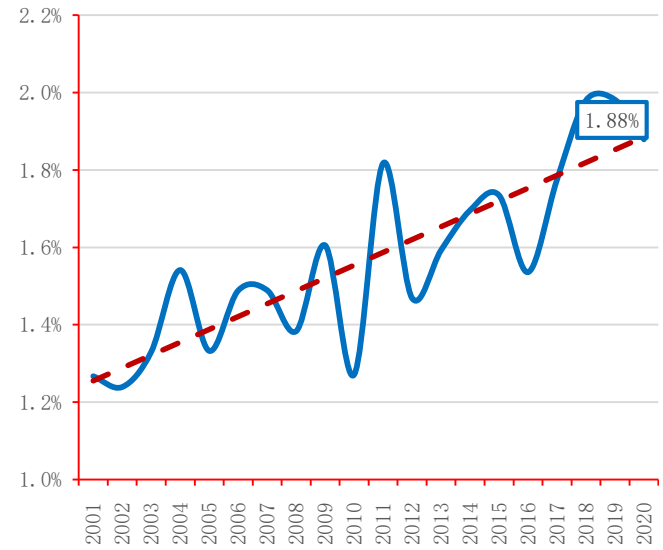
资料来源：中华人民共和国生态环境部，招商银行研究院

而从第二点情况来看，我国全部污水处理厂或将迎来全面向未来 1A+标准提升的新一轮提标期。随着流域治理进程的加快，“十四五”期间七大流域的优良水体（即 I-III 类水体）占比或将提升至 90%以上水平，而根据现行污水处理标准，即便是现行最高标准的 1A 级，在 COD、BOD5、总氮、总磷、氨氮等指标上仍明显高于优良水体标准的 2-3 倍以上。同时，全国污水排放量占比地表水体总量比例也呈逐年上升趋势，**将越来越多的污染物浓度高于 V 类水体的 1A 级处理水，排放至优良（I-III 类）水体占比不断上升的流域水体中，这既不符合绿水青山的环保战略方向，也不符合“源头治理”的成本效益最优解。**

由 1A 继续向 1A+标准提升，既可以在现有处理设施的尾段采用增加新一级处理设备的方式进行，也可以对现有老旧设备进行全面升级。对于坐落在市区位置的部分老厂而言，其首先要考虑的或是新增或变更设备对于原有占地面积的影响。在此逻辑下，MBR 膜等占地面积较小的污水处理技术或将迎来大量市场机遇。

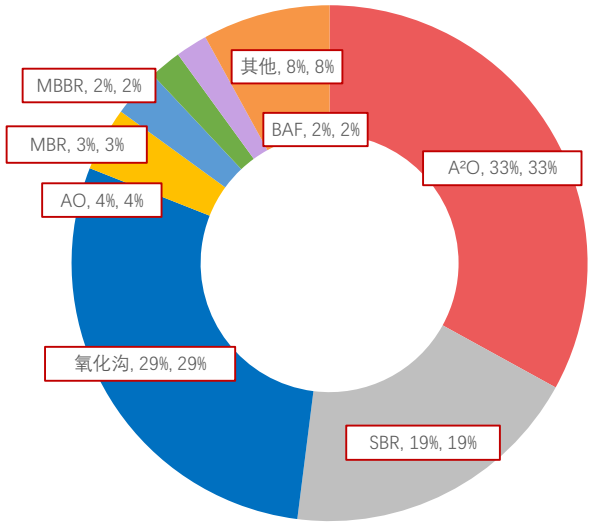
目前我国膜法污水处理工艺在全污水处理工艺中占比仅 5-10%，随着 V-MBR 等新兴技术的兴起，膜法的市场应用或将逐步破除运营成本壁垒，若未来五年内其市占率比例提升至 25%，按照吨水投资 4500 元/（吨/日）计算，**则对应市场规模或将达到 2060 亿元水平，2023 年内市场规模约为 412 亿元/年。**

图 46：全国污水排放量占地表水体总量比例



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 47：我国污水处理工艺统计（2020 年）



资料来源：《城镇排水统计年鉴》，招商银行研究院

在新城区建设提供新的配套需求方面，根据国家统计局公布的中华人民共和国 2021 年国民经济和社会发展统计公报数据，截至 2021 年年末，中国常住人口城镇化率约为64.72%。据美、日、韩等国的历史经验，一般国家城镇化率发展至 75%左右会出现增长放缓。

假定我国复合这一规律，则我国常驻城镇人口或仍有 15%上涨空间，在单位个人的污水产出量不变的情况下，约对应 3434 万吨/日的新增产能需求。如按现有 1A 标准出水建设，对应吨水日处理产能建设成本约为 3500 元/（吨/日），则对应市场空间约为 1200 亿元；如按未来潜在提标后标准建设，假设成本为 4500 元/（吨/日），则对应市场空间或达到 1545 亿元，假设城镇化率发展至 75%需 10 年时间，**则对应 2023 年内市场规模约为 154 亿元。**

在农村污水处理产能建设方面，根据住建部《城乡建设统计年鉴》数据，截至 2020 年，全国建制镇污水处理率为 60.98%，污水处理厂集中处理率为 52.14%；全国乡污水处理率为 21.67%，污水处理厂集中处理率仅为 13.43%。综合来看，我国农村污水处理率仅为 28%，远低于城市污水处理水平。

农村污水治理进展缓慢的原因包括单位产能需求小且分散，污水治理设施的建设成本高，运行维护难度大，市场缺乏成熟稳定的商业模式等。2022 年 4 月 22 日，生态环境部在例行新闻发布会上表示，2025 年全国农村生活污水治理率目标达到 40%。而根据住建部的数据，“十三五”期间我国农村污水处理率从 22%提高了 6 个百分点，达到 28%左右；而在“十四五”期间要达到 40%，处理率的提升要需达 12 个百分点，面临翻倍压力。

表 2：中国农村用水量标准

村庄配套类型	用水量（升/人每日）
经济条件好，有独立淋浴、水冲厕所	100-180
经济条件较好，有独立厨房和淋浴设施	60-120
经济条件一般，有简单卫生设施	50-80
无水冲式厕所和淋浴设备，水井较远需自挑水	40-60

资料来源：中华人民共和国住房和城乡建设部，招商银行研究院

根据住建部发布的《农村生活污水处理设施技术标准意见》，村庄人均用水量按类型规模可分为 4 个等级，考虑到我国北方水资源需求较南方大，而北方村庄发展水平相对较低，因而全国平均村庄配套可以按“经济条件一般，有简单卫生设施”的村庄作为标准，用水量可以取平均水平 65 升/人每日；若按单个建制村人口为 1492 人/村，且农村生活污水排放量占生活用水量的 80%计算，则单个乡村污水处理规模为 65*1492*80%≈77.6 吨/日。

表 3：中国建制村人口数量

时间	建制村平均人口
2010 年	1489
2011 年	1501
2012 年	1492
2013 年	1488
2014 年	1490
平均	**1492**

资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

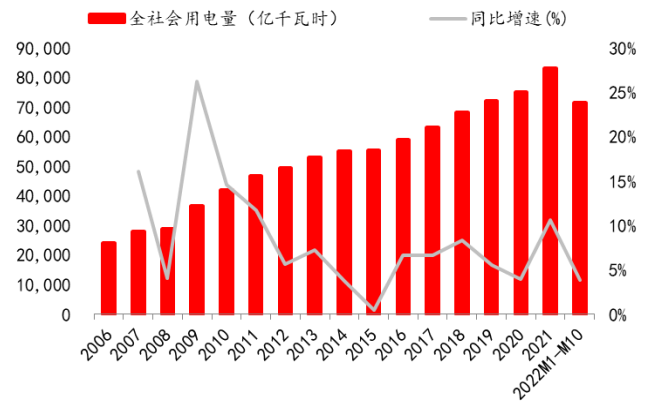
考虑到乡村污水处理厂单位产能需求规模较小，建设传统大型 A^2O 模式的污水处理厂是不具备经济性的（通常日处理产能在 3000 吨以上），**而虽然 MBR 膜式的污水处理厂在大型处理厂中的单位运营成本较 A^2O 模式更高，但在小型处理厂中或由于占地面积更小且对于小规模产能运营更加灵活，未来或将成为解决乡村污水处理的较优解。**

目前全国约有 59 万个建制村，按单个污水处理厂产能 100 吨/日计算，土建成本按 25 万元计，设备成本按 35 万元计，吨水处理费用按 0.3 元计，产能利用率按 80%计，则“十四五”期间，土建工程类市场空间约 35.4 亿元/年，技术设备类约 49.6 亿元/年，项目运营类约 6.2 亿元/年。**对应 2023 年内农村污水处理行业的市场空间或可达 91.2 亿元/年。**

5. 电力：23 年电力供需维持紧平衡，电力投资保持增长趋势

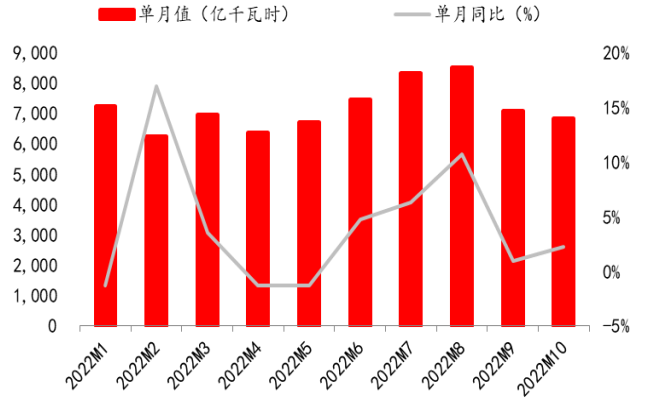
2022 年受疫情影响用电需求增速有所回调，预计 2023 年用电需求呈现平稳增长趋势。从电力需求侧来看，2022 年 1-10 月份，全社会用电量 7.17 万亿千瓦时，同比增长 3.82%。2022 年受国内疫情反复对经济增长的影响，全社会用电量累计增速较 2021 年同期放缓明显。纵观全年单月份用电数据，在迎峰度夏及疫情短期好转时段用电需求出现了较大幅度回升，尤其在 2022 年 7-8 月份全国极端高温天气下，用电需求增速出现了大幅反弹，给电力供应端带来了不小的挑战。**随着国内疫情政策优化调整，2023 年宏观经济稳增长的基调明确，预计 2023 年全社会用电量增速将增长至 6%-8%左右。**

图 48：我国全社会用电量及同比增速情况



资料来源：中电联、招商银行研究院

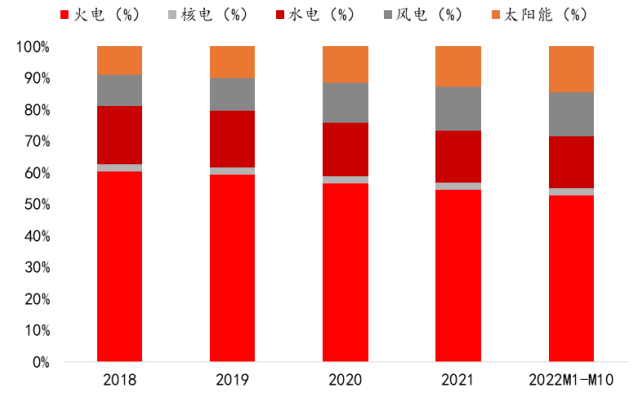
图 49：2022 年国内单月全社会用电量及同比增速



资料来源：中电联、招商银行研究院

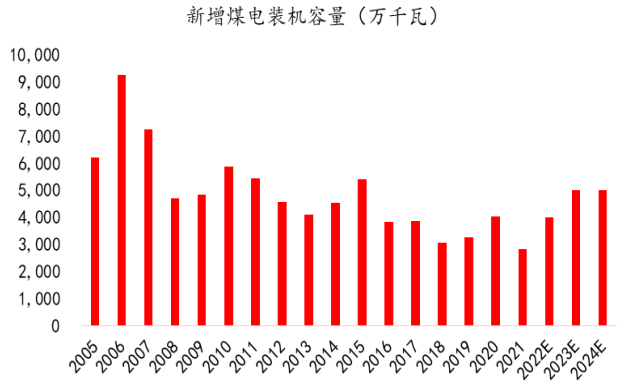
2022 年电力供应迎峰时段再度紧张，预计 2023 年电力供需整体仍维持紧平衡状态，可靠电源装机亟待跟上需求增长节奏。从电力供给侧来看，2022 年 1-10 月份全国规模以上电厂发电量为 6.96 万亿千瓦时，同比增长 2.2%，整体维持紧平衡。2022 年迎峰度夏时期受高温干旱来水不足影响，水电出力严重不足，而目前新能源发电在电力系统中难以担任保障电力可靠供应的角色，因此 2022 年 7-8 月份全国多地出现了“用电荒”，多地采取“限电”或“需求侧响应”等方式缓解短期电力供需矛盾。预计 2023 年在全社会用电量需求稳步增长的情况下，国内电力供需或将仍处于紧平衡状态，迎峰度夏和迎峰度冬时段可能还会存在区域性的电力供应紧张问题，因此电力系统对于可靠电源装机需求迫切。根据 2022 年电规总院的规划数据，未来 3 年国内火电新增装机规模在 1.4 亿千瓦左右，我们认为未来以火电为代表的可靠电源装机或将保持一定规模使得其与全社会用电需求可能超预期的增速相匹配。

图 50：截至 10 月底全国发电装机容量结构情况



资料来源：中电联、招商银行研究院

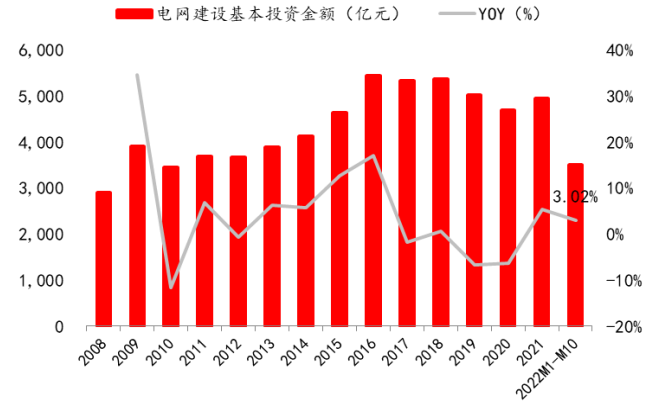
图 51：火电历史装机规模以及未来三年预测情况



资料来源：电规总院、招商银行研究院

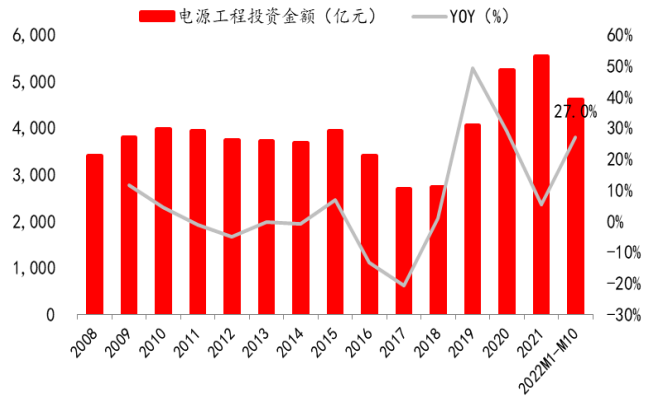
年内电网工程和电源工程投资实现高增，预计 2023 年二者仍能维持增长趋势。2022 年 1-10 月份，全国电网工程完成投资 3511 亿元，累计同比增长 3.0%，较前 9 个月累计同比增速 9.1%有所放缓，预计年底电网工程投资如期提速完成全年目标。由于 2022 年下半年国家电网陆续新开工了一批重大特高压输电工程，预计 2022 年国家电网在建和新开工项目总投资将达到 1.3 万亿，创造历史新高，这也为今明两年的电网工程投资提供了基本保证，预计 2023 年电网工程投资依然能够维持增长。2022 年 1-10 月份，全国主要发电企业电源工程建设完成投资 4607 亿元，同比增长 27.0%。其中太阳能发电在前 10 个月完成投资 1574 亿元，同比大幅增长 326.7%，国内太阳能发电投资在分布式项目投资火热、集中式项目并网时点要求等因素作用下呈现爆发式增长；风电在前 10 个月投资完成 1205 亿元，同比下滑 26.7%，风电受疫情原材料交付延迟等影响建设并网进度明显放缓，全年风电投资或维持下滑趋势；前 10 个月火电投资完成 640 亿元，同比增长 42.8%，在国内可靠电源装机供应不足而在迎峰时期面临保供压力的情况下，火电项目的投资价值受到明确重视。随着 2023 年国内大部分一二期风光大基地项目要求陆续建成并网，叠加火电作为可靠电源投资增长目标明确，预计 2023 年全国电源工程投资继续维持高速增长。

图 52：全国电网基本建设投资金额及增速情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

图 53：全国电源工程投资金额及增速情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

➢ 制造业

6. 煤炭：稳价政策持续发力，2023 年价格下跌幅度有限

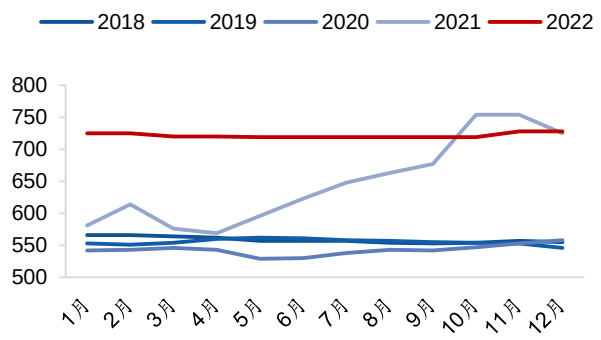
6.1 回顾：保供增产稳价政策下价格高位震荡

2022 年疫情多发散发制约用煤需求，保供增产政策下供给保持稳定增长。从下游需求来看，疫情多发散发下，全社会用电量前三季度同比增速仅为 3.8%，明显低于 2021 年同期水平，火电用煤增速随之回落；在压减粗钢和钢材价格下降背景下，冶金用煤需求趋弱。整体来看，随着 GDP 增速放缓，1-10 月国内用煤需求动能有所趋弱，消费总量或稳定在 35.7 亿吨左右，累积增长 0.6%。

供给端，保供增产政策下国内产量保持稳定增长。1-10 月，国内原煤产量为 36.85 亿吨，同比增长 10%。产量增长主要来自于内蒙古露天产能释放。1-10 月内蒙古原煤产量为 9.7 亿吨，同比增长 13.6%；山西原煤产量为 10.7 亿吨，同比增长 7.9%；陕西原煤产量为 6.16 亿吨，同比增长 6.5%。进口方面，俄乌冲突下国际能源紧张，国际煤价高企，内外价格倒挂，进口煤数量大幅下滑。一方面，俄乌冲突下原油、天然气等能源供给遭遇冲击，价格快速上升，煤炭需求上升，拉动国际煤价快速上涨；另一方面，美国、欧美、日本等多国禁止进口俄罗斯煤炭，从而加大对印尼、澳洲等煤炭采购需求，国际煤炭价格随之上升。以往国内煤炭进口主要取决于国际煤炭的低价格，俄乌冲突后国内外煤炭价格倒挂导致进口煤大幅下降。2022 年 1-10 月，进口煤数量为 2.3 亿吨，同比增速为-10.5%。整体来看，1-10 月国内煤炭总供给量为 39.1 万吨，同比增长 10.16%。

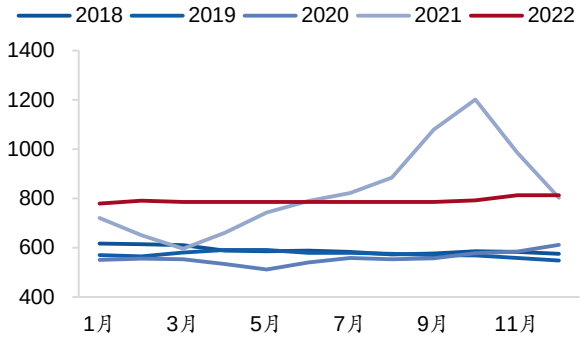
长协价格抬升，市场价格回落，综合价格全年高位震荡。发改委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，引导煤炭价格在 570-770 元/吨的合理区间内运行。《2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案》将长协合同基准价从往年的 535 元/吨提升至 675 元/吨，并提升了长协合同的履约要求。此外，《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》颁布，明确了哄抬价格的具体行为表现的惩戒措施。政策指导下，全年长协价格稳定在 720 元/吨附近，高于 2021 年全年平均价格。而受到俄乌冲突的影响，市场价格在一季度有所升高，随着供需格局调整后价格逐步回落。全年来看，2022 年煤炭市场继续维持较高景气，全年中枢较 2021 年小幅上升。具体来看，长协价格在基准价抬升后较 2021 年有所上升，市场价格在供过于求的格局下有所回落。随着长协合同供给量占比提升，全年港口综合交易均价约为 789 元/吨，较 2021 年 753 元/吨小幅增长。

图 54：秦皇岛动力煤长协价格（Q5500）年度对比



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 55：秦皇岛动力煤综合交易价格（Q5500）对比



资料来源：Wind，招商银行研究院

6.2 展望：供需缺口扩大，稳价政策下价格下降幅度有限

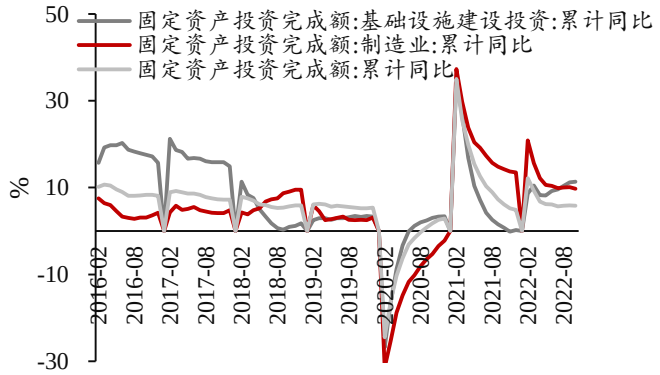
2023 年行业呈现供需双弱格局，供给-需求缺口扩大下价格将较 2022 年有所下降，但在价格管控下价格下降幅度有限。从下游需求来看，根据招商银行研究院预测，2023 年 GDP 增速将回升至 4.9%，用电量随之上升，火电用煤需求增加。但粗钢产能产量压减目标不变，冶金用煤增速将持续转负。整体来看，2023 年用煤增速将较 2022 年保持稳定或小幅增长。供给端，“双碳”目标下，煤炭产能进一步增加空间有限，国内产量增速将有所放缓。进口方面，俄乌冲突背景下国际能源形势仍然紧张，国际煤价易涨难跌，进口量或维持同比下滑。供需双弱下供给-需求缺口扩大，2023 年煤炭价格将较 2022 年有所下滑。但近期“963”新规发布，要求 2023 年保持电煤和供热用煤等动力煤价格在合理区间内稳定（570-770 元/吨）。政策调控下，煤炭价格下跌幅度有限，仍将保持在历史相对高位上。

7. 钢铁：供需结构改善，房地产疲弱下 2023 年价格回升空间有限

7.1 回顾：疫情及房地产削弱用钢需求，价格先升后降

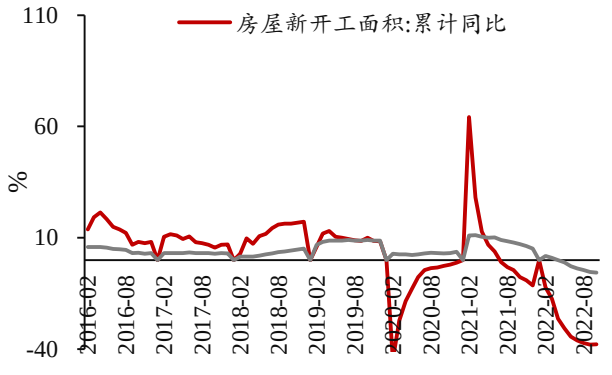
2022 年疫情多发散发及房地产低迷削弱用钢需求。需求端来看，国内经济受疫情频发影响，下行压力较大，截至三季度，国内 GDP 增速同比仅为 3%。分季度来看，经济 V 字型增长，第一季度，国内经济相对稳定，GDP 同比增速为 4.8%；4 月后，国内疫情多发散发，负面冲击较大，二季度的 GDP 增速仅为 0.4%；三季度随着稳增长政策的落地，经济有所回暖，GDP 增速为 3.9%。从下游两大需求来看，房地产方面，“三条红线”的落地叠加经济下行冲击影响，房企债务危机频发，房屋新开工面积同比增速于 2021 年 7 月进入负增长期间后降幅持续扩大；基建作为稳增长的重要把手，基建投资持续发力，截至三季度，基建投资同比增速为 11.20%，对用钢需求起到一定的托底作用。整体来看，2022 年 1-10 月，疫情冲击叠加房地产低迷，用钢需求趋弱，粗钢表观消费量累计同比下降 3.2%。

图 56：基建投资持续发力



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 57：房地产拖累整体用钢需求



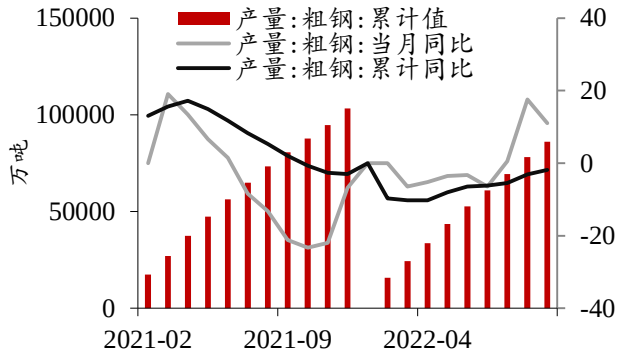
资料来源：Wind，招商银行研究院

国内生产方面，需求不振叠加吨钢毛利下行，粗钢产量同比下降显著。钢铁产量的缩减主要集中在上半年，2022 年 1—7 月，国内粗钢产量为 6.09 亿吨，累计同比下降 6.4%，8 月起，经济有所回暖叠加基建的支撑作用显现，粗钢产量当月同比增速逐步由负转正，累计增速的降幅有所收窄，截至 2022 年 10 月，国内粗钢产量为 8.6 亿吨，同比下降 1.88%。

进出口方面，钢材净出口量小幅上升。2022 年上半年，全球经济增长放缓，海外央行进入加息周期，钢材外需疲软，净出口量持续下滑，国内钢材净出口量累计同比下降 7.79%。下半年，随着海外钢材供应缩减，海外钢材出口价格震荡反弹，而中国出口报价仍呈下跌趋势。价差的拉大叠加人民币对美元汇率贬值，国内钢铁出口优势显现，而进口限于国内需求持续走弱，总体净出口量

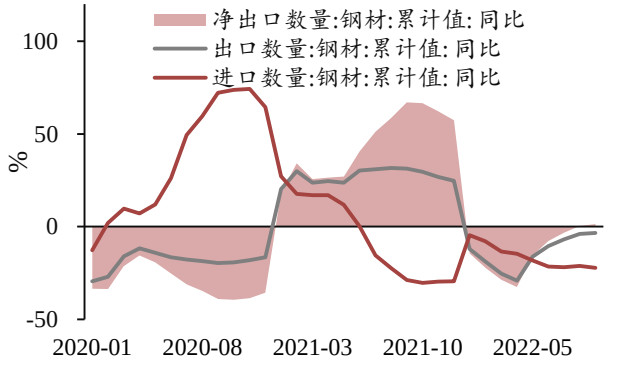
有所上升。整体来看，2022 年 1-10 月，我国钢材净出口量为 4725 万吨，同比上升 3.44%。

图 58：粗钢产量降幅有所收窄



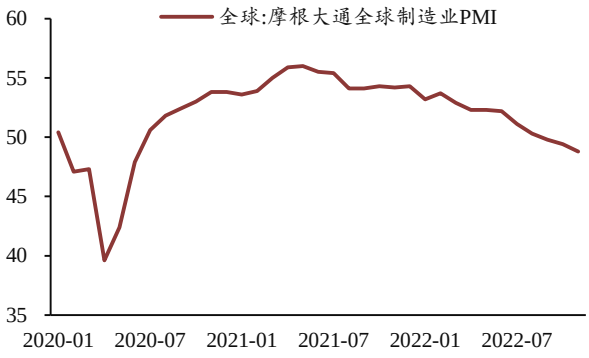
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 59：进出口持续疲软



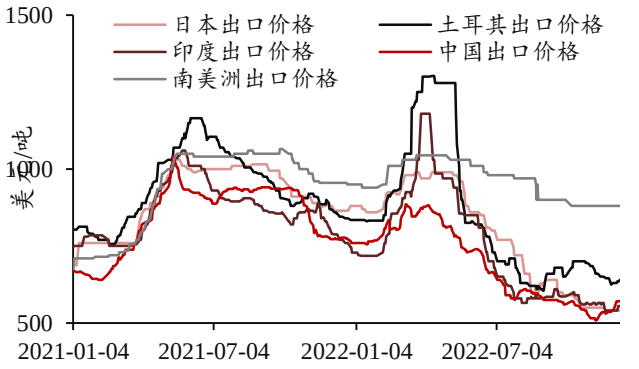
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 60：外需增长放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 61：中国热轧出口价格处于低位



资料来源：Wind，招商银行研究院

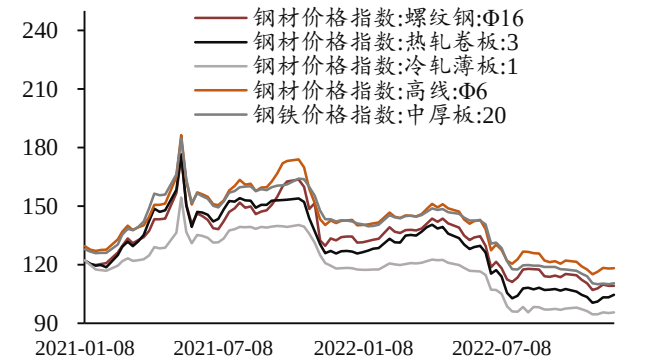
供需调整下，价格呈现出先升后降的趋势。具体来看，2022 年年初，得益于 2021 年冬储季市场风险被充分释放，节后需求恢复速度明显快于供应，随着供需状况的修复，价格震荡上涨。一季度末，受俄乌局势影响，国际能源价格大幅上升，国内生产成本骤增，推动钢材价格大幅上行。进入二季度，受疫情和经济预期下降的影响，国内钢材需求由初始的供需紧平衡步入淡季挤兑，钢材价格逐步从高位回落。2022 年 5 月，受房地产低迷的拖累，建筑钢材的用钢需求在淡季创下近三年的新低，国内钢材价格在供大于求的背景下迅速回落。三季度，钢材价格延续下跌，需求修复仍不及预期，尤其是建筑用钢需求。钢材价格下跌倒逼钢厂持续减产，供需双双下降，但基建仍保持一定托底支撑。进入四季度，随着国内防疫政策的优化，市场情绪在 10 月底有所回暖，钢材价格缓慢回升。分品种来看，五大主力品种的价格走势与综合价格指数走势一致。2022 年 1-10 月，螺纹钢、高线、热轧、冷轧和中厚板价格指数相较年初

分别下跌 15.96%、16.28%、18.17%、18.11%和 18.95%。从全年来看，随着供给-需求缺口的扩大，钢材价格较 2021 年有所下降，降幅大概在 17%到 23%区间内。

图 62：钢材价格指数先升后跌

资料来源：Wind，招商银行研究院

图 63：五大钢材价格弱势运行



资料来源：Wind，招商银行研究院

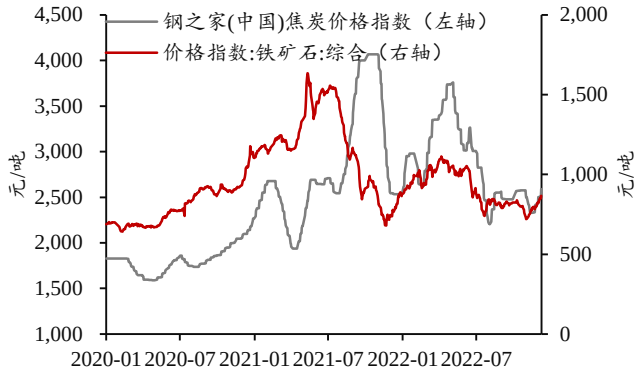
7.2 展望：供需缺口收窄提供价格上升动力，但房地产疲弱下回升空间有限

2023 年供需双弱格局延续，供需缺口收窄为价格提供向上动力，但房地产持续疲弱拖累下，价格回升空间有限。需求端，房地产新开工面积和施工面积快速下降趋势不改，持续拖累整体用钢需求。但基建投资保持韧性，对用钢需求形成支撑，整体用钢需求较 2022 年有所回暖。供给端，钢铁产能管控将延续减量置换或等量置换政策，且重点地区减量置换标准提升，粗钢产能易减难增。同时因俄乌局势冲突导致铁矿石和焦炭价格上行，叠加钢价下降，钢企利润空间受到挤压，吨钢毛利持续低位，钢企生产意愿有所抑制，整体粗钢产量延续下降趋势，较 2022 年继续减少。整体来看，虽行业供需双弱，但供给-需求缺口收窄，支撑价格向上。但由于我国钢铁下游消费 30%左右来自于房地产用钢，房地产低迷将持续拖累需求，价格上涨幅度有限。

值得注意的是，“双碳”目标下短流程炼钢占比将有所提升。“双碳”目标下，行业减碳大势所趋，节能环保成为钢企“十四五”期间重要任务之一。当前企业节能环保主要通过烧结烟气内循环、高炉炉顶均压煤气回收以及余热余能回收等达成，但吨钢能耗进一步下降的空间有限。要实现“双碳”的目标，还需要依靠冶金技术的升级。当前高炉减碳技术富氢碳循环以及“零碳冶金”方向的氢基竖炉技术仍在实验阶段，并未形成工业化生产。废钢-电炉短流程技术已实现工业化应用，但我国受制于废钢供给限制实际炼钢量占比较低。相较于高炉-转炉和非焦冶炼等长流程来说，废钢-电炉短流程炼钢的碳排放量大幅下滑。根据 IEA 的数据，高炉-转炉生产 1 吨的粗钢要直接及间接产生 2.2 吨的 CO2，而废钢-电炉生产 1 吨的粗钢间接和直接 CO2 排放量加总仅为 0.3 吨。

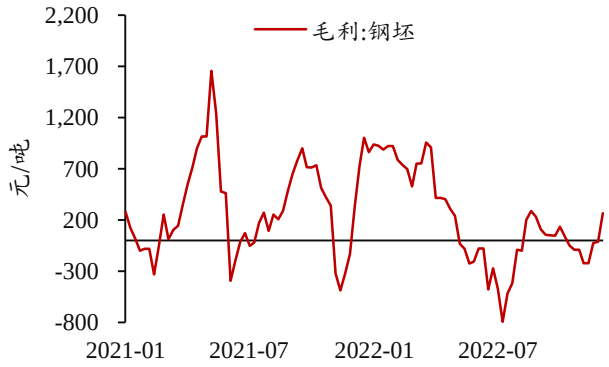
《三部委关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》提出，钢铁工业高质量发展主要任务之一是有序发展电炉炼钢，鼓励有条件的高炉-转炉长流程企业就地改造转型发展电炉短流程炼钢，到 2025 年电炉钢产量要占粗钢总产量比例的 15%以上。也就是说，电炉炼钢占比要从目前的 10.6%提升至 2025 年的 15%以上。这意味着未来将会有一批电炉项目建设，可重点关注相关企业的废钢-电炉项目建设。

图 64：原材料价格处于高位



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 65：钢企吨钢毛利大幅减少



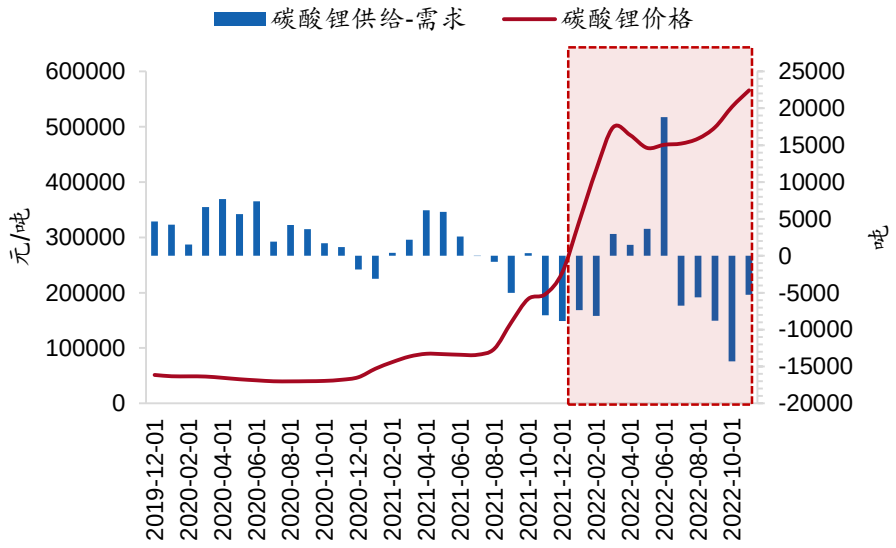
资料来源：Wind，招商银行研究院

8. 锂：供应紧张边际缓解，2023 年价格回落但仍保持高位震荡

8.1 回顾：需求旺盛供给紧张，锂盐价格快速上升

2022 年需求旺盛但供给紧张，供需缺口放大下锂盐价格快速上升。延续 2021 年以来的价格上升趋势，2022 年锂盐价格持续上涨。以碳酸锂为例，电池级碳酸锂价格从年初的 27 万元/吨附近上升至 12 月 56.7 万元/吨附近，达到历史最高点。供给-需求缺口变化驱动着锂盐价格的变动。根据 SMM 测算，2022 年 1-2 月，延续 2021 年末的供应紧张趋势，碳酸锂供给-需求缺口持续放大，碳酸锂价格随之快速上升，从年底的 25 万元/吨附近上涨至 2 月底的 46.8 万元/吨左右，涨幅高达 87%。3 月-6 月份，供给持续释放下供给-需求缺口快速回正并扩大，供应充足下价格小幅回调，保持在 46-47 万元/吨区间内波动。7 月后供需缺口再度扩大，供给持续紧张，价格再度回升，从 6 月底的 47 万元/吨附近一路上涨至 12 月初的 56.7 万元/吨，涨幅达到 20.6%。

图 66：2022 年电池级碳酸锂价格快速上升



资料来源：SMM，招商银行研究院

具体来看，动力电池及储能电池需求旺盛拉升用锂需求。新能源汽车及储能行业快速发展拉动整体用锂需求。1-11 月，国内动力电池产量约为 489.1GWh，同比增长 160%。根据 SMM 的测算，碳酸锂方面，1-11 月国内需求量约为 46.1 万吨，相较 2021 年同期增长 72%；出口量为 9.3 万吨，相较 2021 年同期增长 22.3%。氢氧化锂方面，1-11 月国内需求量约为 16.62 万吨，较 2021 年同期增长 87.8%；出口量为 8.69 万吨，较 2021 年同期增长 31.7%。

全球资源加速开发，全球资源供应增量仍然依赖于澳大利亚和南美三角。从产能来看，相较于 2021 年，2022 年新增锂辉石供给约 20 万吨 LCE/年，新增盐湖供给约 13.5 万吨 LCE/年。其中锂辉石增量几乎全部来自于澳大利亚。具体来看，四大矿山中 Greenbushes 尾矿项目 TRP 投产，远期增加 28 万吨/年锂精矿供应；Mt Marion 二期项目建设完成，增加 30 万吨/年锂精矿供应；Wodgina 矿山 Train 2 项目投产，新增 25 万吨/年锂精矿供应。新增项目方面，Pilgangoora-Ngungaju 项目投产，增加 25 万吨/年锂精矿供应；Finiss 项目投产，产出 16 万吨锂精矿。盐湖增量依旧来自于智利和阿根廷。其中智利盐湖 Atacama-SQM 扩产 6 万吨至 18 万吨 LCE/年；阿根廷盐湖 Olaroz-Orocobre 扩产 2.5 万吨至 6.75 万吨 LCE/年。新增项目方面，阿根廷盐湖 Cauchari-Olaroz 投产，新增 4 万吨 LCE/年。

国内冶炼产能扩产，但增量有限。2022 年我国锂盐冶炼产能约为 63.14 万吨 LCE/年，较 2021 年增加 16.54 万吨 LCE。其中碳酸锂产能增加 4.4 万吨/年，主要来自于融捷股份二期 1.2 万吨/年和永兴材料二期 2 万吨/年项目投产；氢氧化锂产能较 2021 年增加 13.8 万吨 LCE，主要来自于雅化集团三期 2 万吨/年、盛新锂能遂宁盛新 3 万吨/年、融捷股份二期 0.8 万吨/年、天华超净天宜锂业 3 万吨/年一级江安 2.5 万吨/年项目投产。实际供给方面，根据 SMM 测算，碳酸锂方面，1-11 月份国内产量为 31.53 万吨，同比增长 55.7%；进口量为 12.6 万吨，同比增长 70.5%。氢氧化锂方面，1-11 月份国内产量为 21.98 万吨，同比增加 36.4%；进口量为 0.34 万吨，基本与 2021 年持平。

8.2 展望：供应紧张边际缓解，锂盐价格保持高位震荡

2023 年上游资源供给量持续增加，但增幅相较于 2022 年有所下降。分资源类型来看，2023 年全球锂精矿产能约为 78.3 万吨 LCE，较 2022 年增加 12.4 万吨 LCE；盐湖产能约为 63.8 万吨 LCE，较 2022 年增加 10 万吨 LCE；锂云母和黏土产能约为 9.5 万吨 LCE，与 2022 年持平。

中游冶炼产能持续扩产。2023 年全球冶炼理论产能约为 123.8 万吨 LCE，同比增加 15.4%。全球冶炼产能依旧集中在中国。我国锂盐冶炼理论产能约为 70.2 万吨 LCE，较 2022 年增加 7.1 万吨 LCE。国内锂盐产能增加主要来自于氢氧化锂，较 2022 年增加 7.5 万吨。假设全球产能利用率保持在 75%附近，2023 年实际产量或在 93 万吨 LCE 左右。

下游用锂需求依旧旺盛。根据 EVTank 的预测，2023 年动力电池产量或达到 488.6GWh，同比增长 30%左右；储能电池产量约为 98.2GWh，同比增加 48.1%左右。根据 SQM 给出的年均 26%的增速线性外推，2023 年全球锂盐需求量约为 94 万吨 LCE 左右。

整体来看，2023年供应紧张情况边际缓解，锂盐价格将逐步从高点回落，保持在高位震荡。2023 年锂盐全球供需格局将转为紧平衡的状态，供给紧张情况将较 2022 年有所缓解，需求-供给缺口将较 2022 年收窄，锂盐价格将逐步从目前的高点回落，但在旺盛需求支撑下仍保持在历史高位震荡。

需关注地缘政策风险对供给的冲击。值得关注的是，2022 年多地区爆发地缘政治风险，包括美国签署 IRA 法案，对新能源车购买进行税收抵免，并要求新能源车组装和电池原材料必须来自于美国；加拿大工业部以国家安全为由，要求中矿资源、盛新锂能及藏格矿业剥离其在加拿大关键矿产公司的投资；南美三角阿根廷、玻利维亚及智利草拟建立类 OPEC 组织，从而调控锂价变动。当前全球主要锂盐生产集中于我国，而我国冶炼原材料大部分来自于澳大利亚，虽 2022 年上述地缘政治风险未对我国生产造成影响，且澳洲并未出台相应措施，但若未来澳洲限制锂矿出口，则可能对国内锂盐冶炼生产造成较大冲击，从而进一步抬升锂盐的价格。

9. 化工：双重压力难解，行业景气度底部徘徊

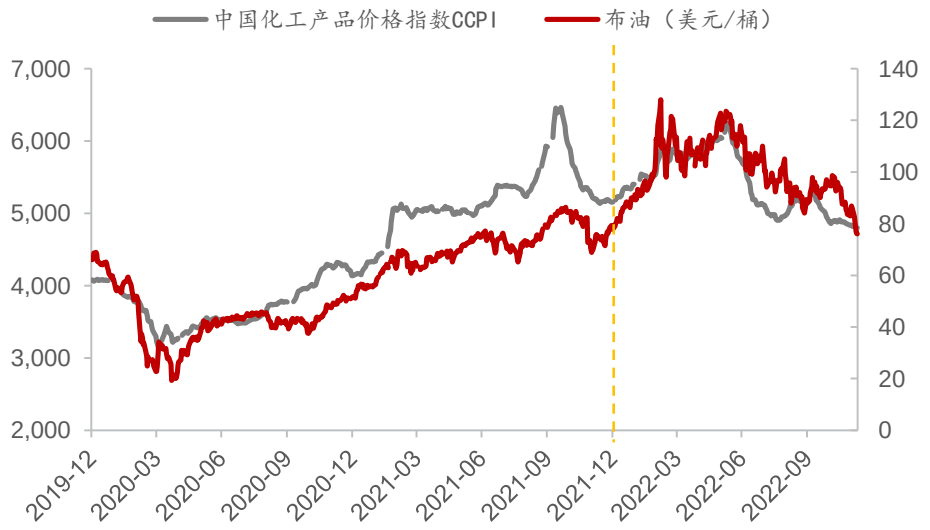
9.1 回顾：成本高企、需求低迷，企业盈利仍在筑底阶段

回顾 2022 年，成本高企与需求低迷相互交织，化工行业艰难探底。

上半年，全球能源危机持续发酵，油气资源、金属、农产品等大宗商品价格持续高位运行，抬升了化工全行业的产品价格中枢。中国化工产品价格指数（CCPI）在 2022 年 6 月一度接近 2021Q3“能耗双控”期间的历史高点。不过，在国内疫情防控压力和美国加息周期的共同影响下，主要下游领域的需求增速缓慢，化工企业难以向下游传导成本压力，行业利润与上游油气资源行业形成了明显分化。2022 年 1-6 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业利润总额累计同比分别为 16.4%、-51.2%、-20.4%，远低于石油和天然气开采业的 126%。

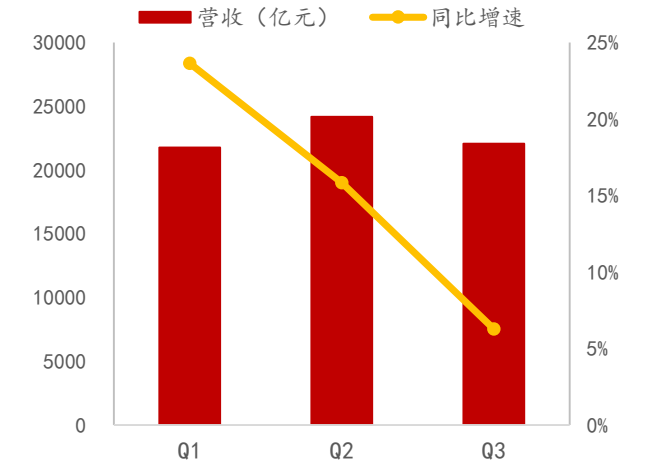
进入下半年，海外加息造成的需求萎缩进一步显现。主要体现在两个方面：一是出口红利式微。8 月以来，国内化工品出口金额逐月回落。二是衰退预期推动油价降温。Q3 以来，布伦特原油价格已在 100 美元以下的区间运行，CCPI 也从 6 月高点下降约 20%。不过由于库存因素，油价降温对企业成本压力的缓解尚未在当季直接兑现，化工企业普遍出现增收不增利的情况。化学原料及化学制品制造业 Q3 单季利润总额 1522 亿元，同比下降 25%，环比下降 36%；1-10 月，利润总额累计同比转正为负，行业在“金九银十”的传统旺季艰难探底。

图 67：中国化工产品价格指数 CCPI 及油价趋势



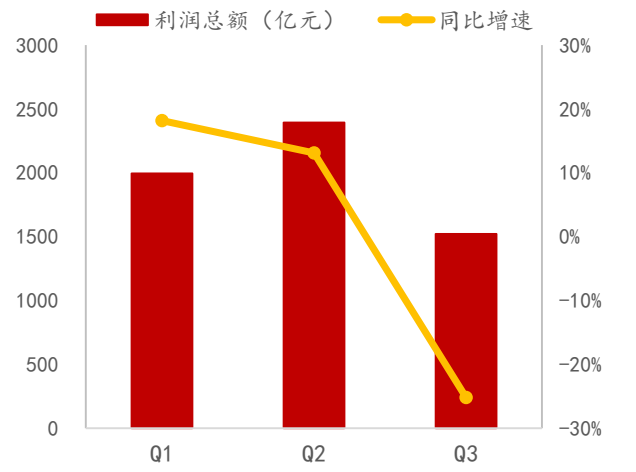
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 68：2022 年化学原料及化学制品制造业收入



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 69：2022 年化学原料及化学制品制造业利润



资料来源：Wind，招商银行研究院

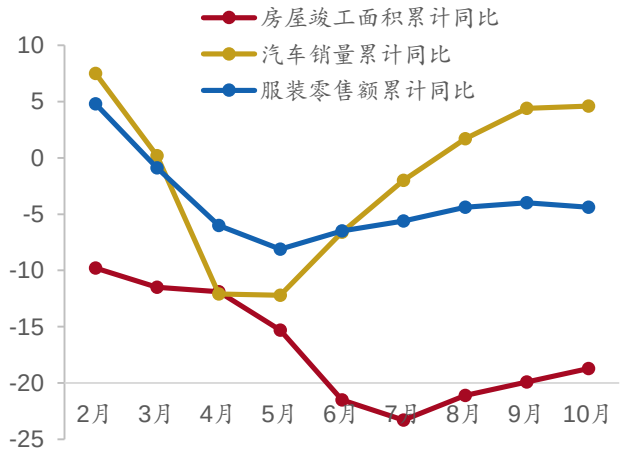
9.2 展望：周期拐点仍需等待，企业盈利修复难度较大

展望 2023 年，化工行业尤其是靠近上游资源的基础化工依然面临成本难降、供需失衡的难题，周期拐点仍需等待。

成本方面，国际油价多空博弈加剧，预计 2023 年将在 80 美元附近震荡，对炼油化工企业而言仍非是舒适的价格区间，成本压力缓解有限。需求侧是油价上行最大阻力。考虑到全球经济面临的衰退风险，三大机构（IEA、EIA、OPEC）在 11 月报中对 2023 年全球原油需求的平均预测量较 10 月下降 5.39 万桶/日。供给侧则产量限制颇多，导致油价缺乏足够的下行压力。一是 OPEC+通过超预期减产挺价。各方同意从 11 月起减产 200 万桶/日，创 2020 年疫情以来的最大降幅。二是欧盟对俄罗斯石油禁运于本月生效，IEA 预计欧洲市场原油供给量将减少 130 万桶/日，约占欧洲总需求的 10%。

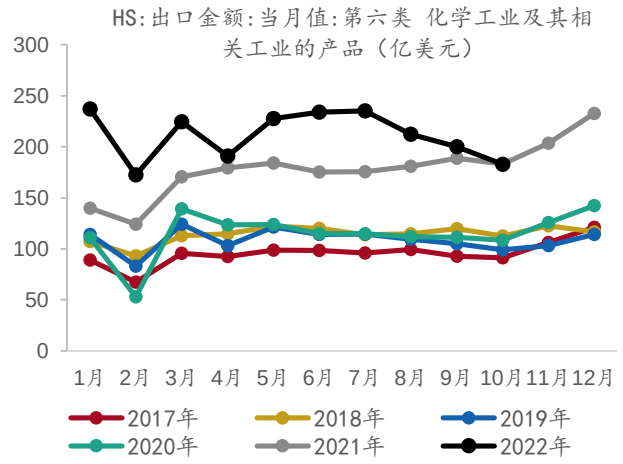
需求方面，内需有望迎来边际改善。随着经济活动恢复以及“稳增长”政策持续发力，房地产、汽车、纺服等主要下游消费逐步复苏，相关高频指标数据拐点已现。展望来看，在“保交楼”政策持续推动下，地产竣工面积有望率先修复，带动涂料（如钛白粉）、PVC 管材等地产链上游材料需求增长。相对而言，作为可选消费，纺服行业短期压力仍存，以涤纶长丝为代表的化学纤维制造业面临需求偏弱和库存高企两大难题，恢复性增长仍需等待终端消费迎来转机。至于外需，考虑到美国经济逐步过渡为衰退，补库周期也接近尾声，预计化工品出口高景气不再，进入收缩区间。结构性机遇将出现在欧洲能源成本高企带来的出口套利。因此，整体来看，化工行业整体需求反弹力度不大。

图 70：国内主要下游领域需求变化（%）



资料来源：Wind，招商银行研究院

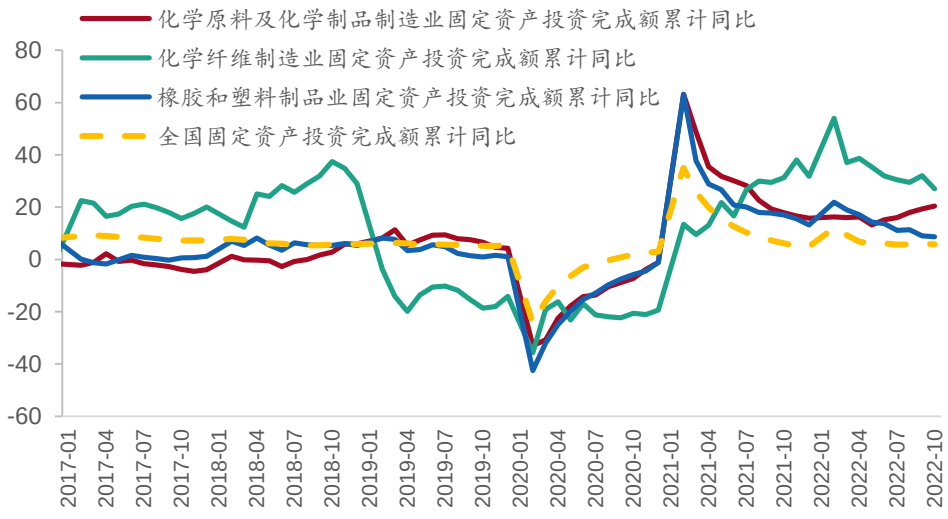
图 71：近 5 年化工产品出口金额情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

供给方面，由于疫情，化工项目开工普遍延后了 1 年左右，行业资本开支自 2021 年起持续维持触底反弹态势。2022 年 1-10 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计同比分别为 20.4%、27.0%和 8.6%，均高于全国固定资产投资同比增速。按 2 年左右的建设期测算，疫后扩张的增量产能将在 2022 年底至 2023 年迎来集中投放，大部分大宗化学品产能过剩加剧，市场竞争激烈。根据百川盈孚、卓创资讯的数据统计，2023 年 PTA、乙二醇等纺服链产品以及钛白粉、TDI、环氧丙烷等地产链产品的产能增速都在 20%以上。我们认为，供给因素将在 2023 年取代成本因素，成为行业回暖最大的拦路虎。在整体需求反弹力度不大的情况下，预计行业景气度仍将在底部徘徊，企业盈利修复难度较大。

图 72：化工各子行业固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：Wind，招商银行研究院

在整体景气度不佳的情况下，行业的结构性机遇将集中在部分供需格局向好的下游产业链当中，如农化产业链、新能源材料。此外，欧洲能源危机难解，国内部分精细化工品市场也存在替代机会。

（1）农化产业链：在疫后各国高度重视粮食安全，种植面积恢复以及农产品价格高企的共同影响下，农药和化肥产品需求持续提振。供给端的资源约束也在支撑行业高景气度。一方面，海外钾肥在俄罗斯和白俄两国货源受限的情况持续减量，国内供应缺口难填。另一方面，磷矿主产区开采受限，下游农化产品增产困难。供需利好支撑下，磷肥、农药除草剂产业链相关企业维持高景气。

（2）新能源材料：随着“双碳”重大战略的持续推行，能源供应体系的结构调整将为化工行业提供了长期明确的转型升级机遇。新能源汽车、光伏、风电相关领域的材料需求长期向好，国产替代空间广阔。电池/光伏级材料、大丝束碳纤维等高端产品供不应求的局面短期内不会改变，先发企业盈利确定性强。

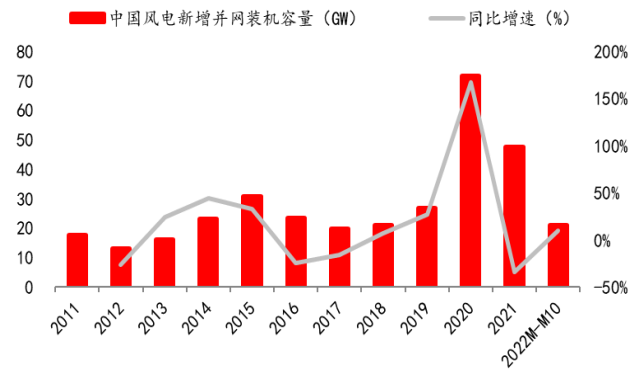
（3）精细化工：俄乌冲突正重塑全球能源供应链，欧洲基本告别廉价天然气资源，化工行业能源和原料成本大幅增加，精细化工等优势产业面临外流压力。中国企业迎来重大机遇期，维生素、蛋氨酸等精细化工品的海内外市场份额均有望提升。

10. 风电光伏：23 年风电和光伏行业有望维持高景气度

10.1 风电：22 年新增并网装机或不及预期，23 年增速回升明显

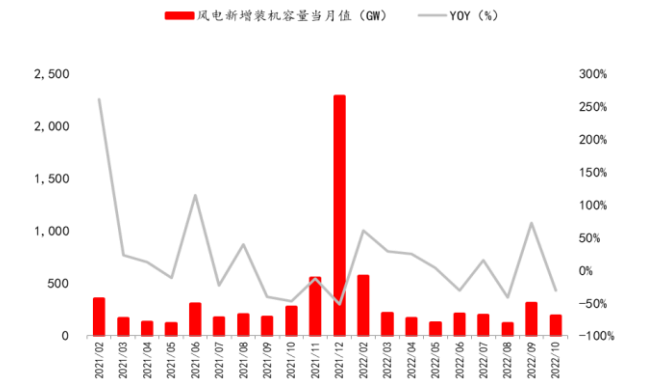
全年风电新增并网装机容量不及预期，预计 2023 年新增装机增速回升明显。2022 年 1-10 月份，国内风电新增并网装机容量达 21.14GW，同比增速为 10.2%，整体装机增速略低于市场预期，主要系疫情导致风机上游原材料交付延迟制约开工进度，全年陆上风电新增并网装机规模存在下滑压力，2022 年尚未如期完成并网的陆风有望递延至 2023 年完成。往后看，陆风已经实现平价上网，在国内两批风光大基地项目规划落地下未来有望逐年增长，根据全国主要省市公布的“十四五”期间的可再生能源发展规划，我们保守预计整个“十四五”期间全国陆上风电年均装机容量在 50GW 左右，未来 3 年年均复合增速在 14%以上。国内海上风电国补取消地补接力，距离全面平价上网尚需时间。根据国家发改委公布的五大海上风电基地装机规划，结合海上风电投资主要省份《“十四五”可再生能源发展规划》，我们保守预计“十四五”期间全国海上风电年均新增装机规模在 14GW 左右，未来 3 年年均复合增速在 30%以上。我们预计 2023 年国内风电新增装机容量在 70GW 左右，同比增速会有显著提升。

图 73：中国风电新增并网装机容量及增速情况



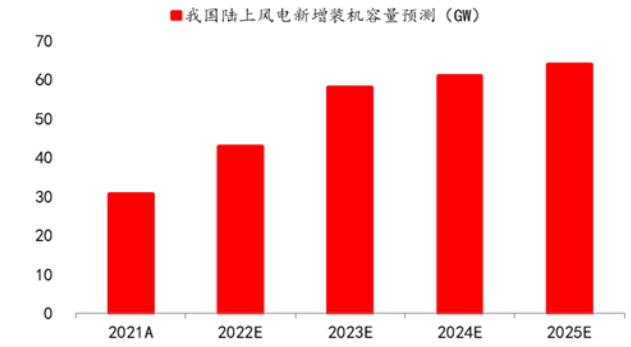
资料来源：国家能源局、招商银行研究院

图 74：风电单月新增装机容量及同比增速情况



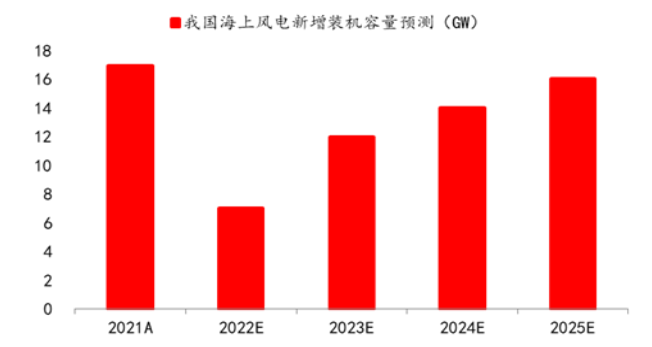
资料来源：中电联、招商银行研究院

图 75：国内“十四五”期间陆风装机规模预测情况



资料来源：CWEA、各省发改委、招商银行研究院

图 76：国内“十四五”期间海风装机规模预测

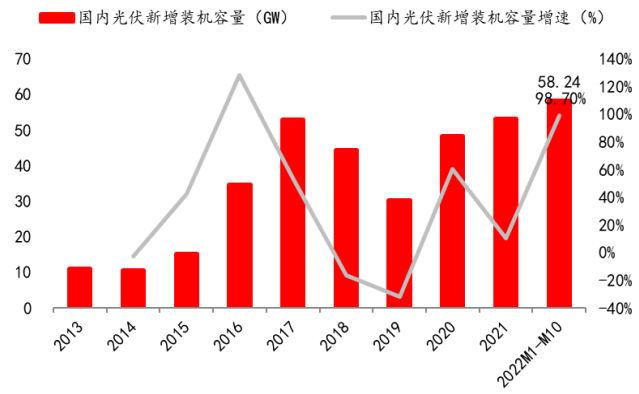


资料来源：CWEA、发改委官网、招商银行研究院

10.2 光伏：23 年集中式放量驱动全球和国内装机需求高涨

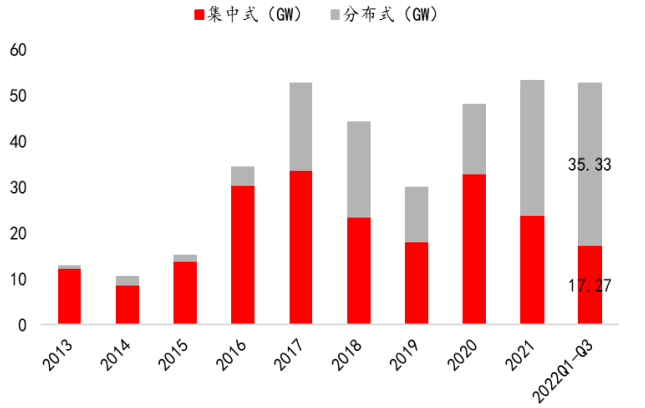
2022 年国内光伏装机仍主要由分布式驱动，预计 23 年集中式项目迎来放量驱动国内装机需求趋势向好。2022 年 1-10 月份，国内光伏新增装机容量达 58.24GW，同比增速高达 98.70%。从前三季度分拆装机结构情况来看，集中式光伏新增装机为 17.27GW，国内集中式项目主要受制于产业链价格居高不下影响开工装机并网节奏；分布式光伏新增装机 35.33GW，分布式占比高达 67.17%，分布式项目受项目资源争夺激烈和工商业电价涨幅放开等因素刺激，在年内依然保持着较高增速。预计全年在光伏上游原材料价格居高不下的背景下，国内光伏新增装机规模在 85-100GW 左右，分布式光伏装机占据主导地位，占比预计在 60%左右。展望 2023 年，随着上游原材料新增产能陆续释放，硅料价格有望开启下行通道，由此带动前期受制约的国内集中式地面电站装机需求释放，集中式光伏新增装机占比较 2022 年会有明显提升；分布式装机中，工商业分布式在电力市场化和分时电价等机制下或将维持增长，户用分布式在国内“整县推进”政策持续落地实施下保持增长；预计 2023 年国内光伏新增装机规模在 120-130GW 左右。

图 77：国内光伏新增装机容量及增速情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

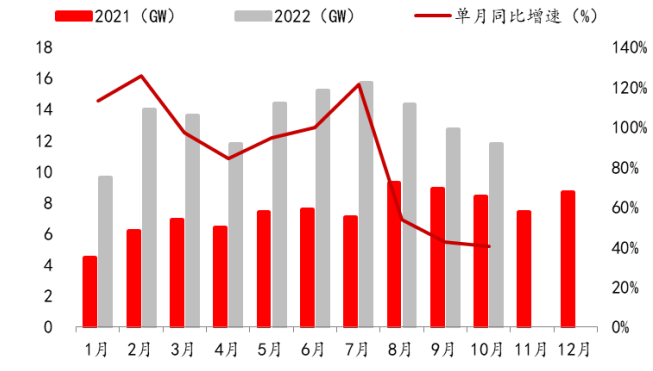
图 78：国内集中式和分布式光伏新增装机情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

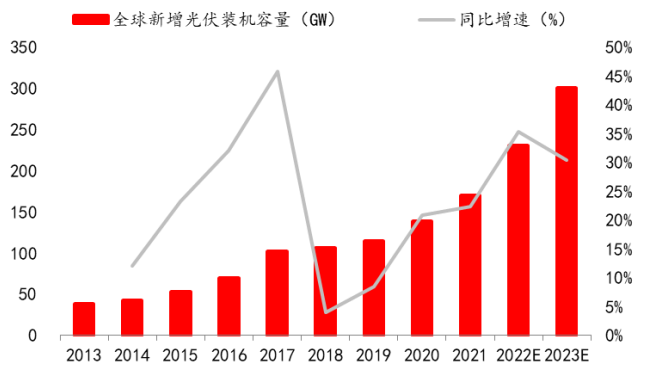
海外装机需求增速下半年有所放缓，23 年全球新增装机规模高增可期。2022 年 1-10 月中国光伏组件累计出口量达到 132.2GW，同比增长 61%，光伏组件出口保持高速增长反映海外市场需求旺盛。但从 2022 年光伏组件出口单月数据来看，整体呈现“前高后低”的特点，在经历上半年欧洲、印度等市场需求火爆之后，下半年出口开始相对疲软，主要系上半年海外市场大量进口堆高了当地组件库存水平，而组件实际安装情况跟高库存消化之间存在一定的时滞。根据 CPIA 的预测，2022 年全球光伏新增装机规模在 205-250GW 左右。预计 2023 年全球光伏新增装机市场主要由中国、欧洲、美国三大市场驱动，其中俄乌冲突促使欧洲寻求替代能源，REPowerEU Plan 目标 2030 年欧盟可再生能源占比要达到 45%，欧洲市场装机景气度或将持续；美国《2022 年通胀削减法案》拟对光伏产品制造及电站投资予以补贴或税收抵免，或刺激装机明显改善。因此我们预计 23 年全球光伏新增装机规模或将至少达到 300GW，同比增速在 30%以上。

图 79：2022 年 1-10 月中国光伏组件出口情况



资料来源：PVinfolink、招商银行研究院

图 80：全球光伏新增装机规模预测情况



资料来源：CPIA、招商银行研究院

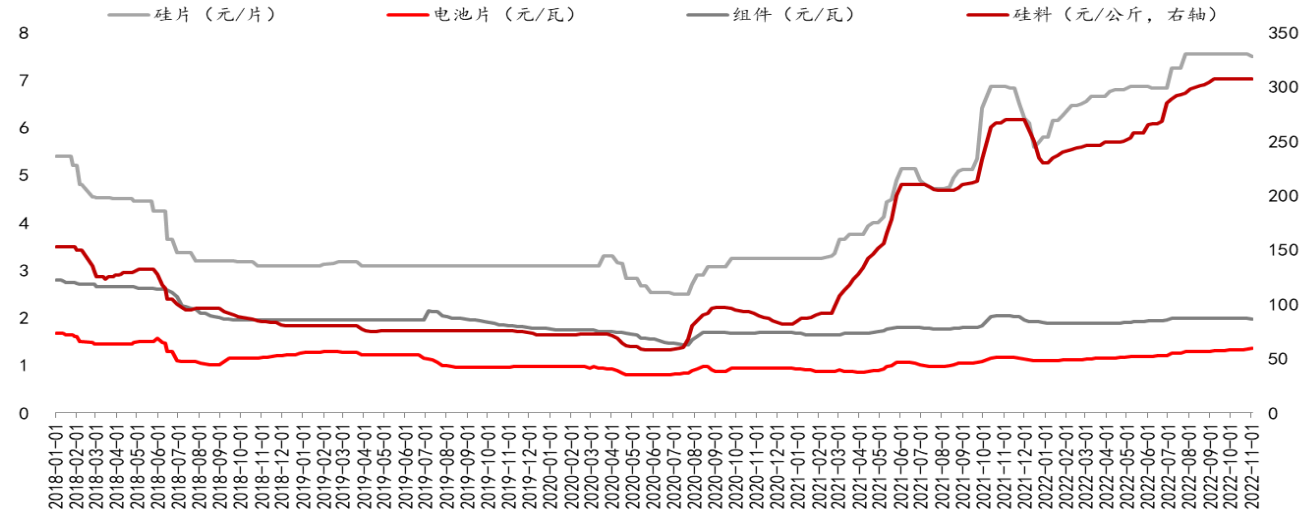
10.3 光伏制造：上游硅料价格下降带来产业链利润往中下游转移

光伏制造产业链方面，随着硅料企业新增产能逐步释放，硅料价格开启下行周期，产业链的利润分配将逐步向中下游转移。因此从景气度周期来看，2023 年硅料向下、电池片向上的趋势基本确定。

硅料 23 年整体供应充足，价格自 22 年底开启下行周期。预计到 2023 年底，硅料的名义产能或将达到 158.05 万吨，年度有效产能在 123.05 万吨（假设 6 个月爬坡）-129.30 万吨（假设 3 个月爬坡），完全能够满足 2023 年全球 121 万吨（乐观情形:全球装机规模 360GW）左右的硅料需求，因此 2023 年硅料环节供应大概率不再是瓶颈。2023 年硅料价格的下行曲线可能存在**“两头陡中间缓”**的特点：由于 2023 年一季度光伏终端装机需求进入淡季，而且 2022Q1 的终端装机基数较高，受此影响硅料价格在 2023Q1 可能面临较为陡峭的下降幅度；随着一季度硅料价格大幅下降传导至组件环节并带动前期受抑制的地面电站装机需求逐步释放，而 2023 年硅料的新增产能主要集中在下半年释放，预计二季度硅料价格下行幅度会明显缓和；进入下半年，如果没有其他外界因素影响硅料产能进度的情况下，硅料年内新增产能开始进入集中释放阶段，由于整体供应完全能够满足 2023 年乐观情形下的全球装机规模，因此硅料价格或将再次步入陡峭下行区间。

未来硅料价格下行利好电池片环节盈利修复，大尺寸产能紧缺有望边际缓解。电池片处于光伏产业链的中游环节，相较之下上游硅料和硅片企业对于电池片企业的议价能力更强。当上游硅料和硅片价格大幅上涨时，电池片厂商难以将上游价格上涨的成本传导至下游，因此盈利情况受冲击较大。未来硅料价格回落有望缓解电池片环节的盈利压力，2023 年电池片环节的景气度周期向上的确定性强。电池片环节盈利修复或将带来大尺寸 PERC 电池片升级改造的资本开支逐步跟上需求增长的步伐，考虑到电池片的产能扩张速度较快，我们认为未来大尺寸 PERC 电池产能紧缺的局面能够得到边际缓解。

图 81：光伏制造产业链端主流产品一线厂商成交均价变化情况

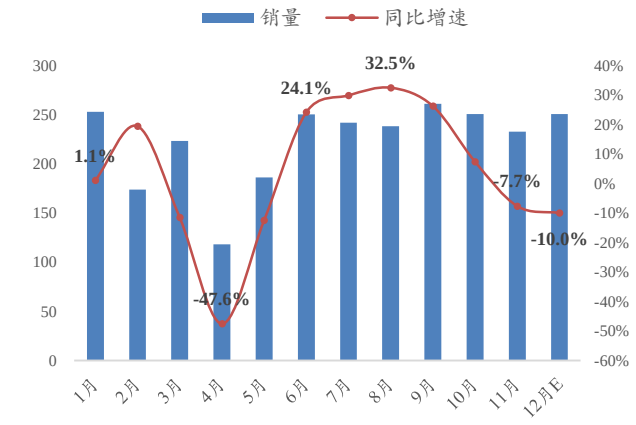


资料来源：SOLARZOOM、招商银行研究院

11. 汽车整车：出口和混动将加速自主品牌崛起进程

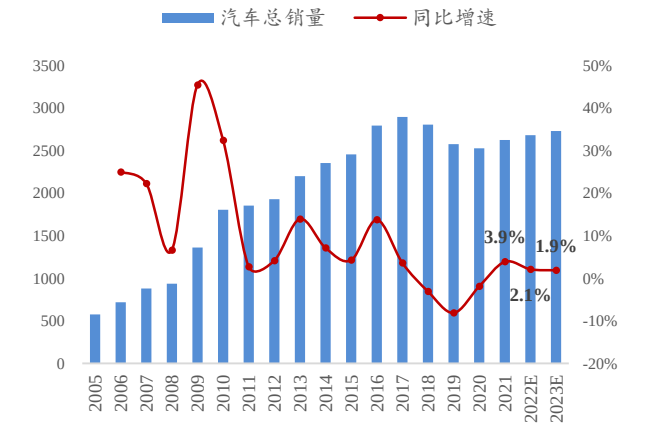
政策刺激结束后的需求透支效应在所难免。2022 年 1-11 月，我国汽车整体产销量分别完成 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1%和 3.3%，其中 4 月和 5 月受到局部地区疫情影响，是全年的销量低点。6 月以来，在 30 万元/2.0L 以下燃油车购置税减免 5%的政策刺激下，乘用车行业产销得以快速修复，6~9 月行业批发销量同比增长均在 20%以上。2022 年乘用车市场在购置税政策刺激下，2022 年 6-9 月产销量快速修复，但由于 2022 年 Q4 为购置税减半退出前的窗口期，预计将会透支部分 2023 年汽车消费的需求。

图 82：中国汽车月度销量及同比变化（万辆，%）



资料来源：中汽协，招商银行研究院

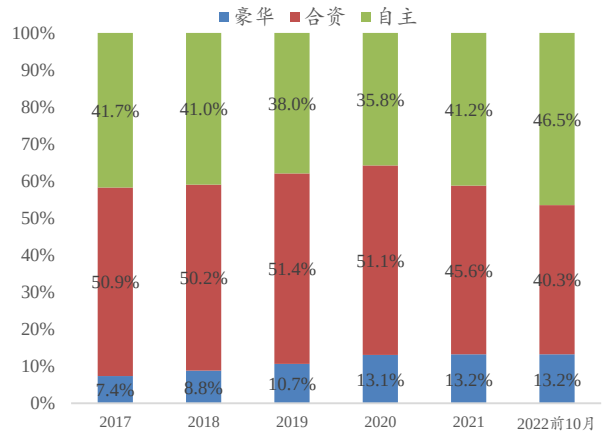
图 83：中国汽车年度销量及同比变化（万辆，%）



资料来源：中汽协，招商银行研究院

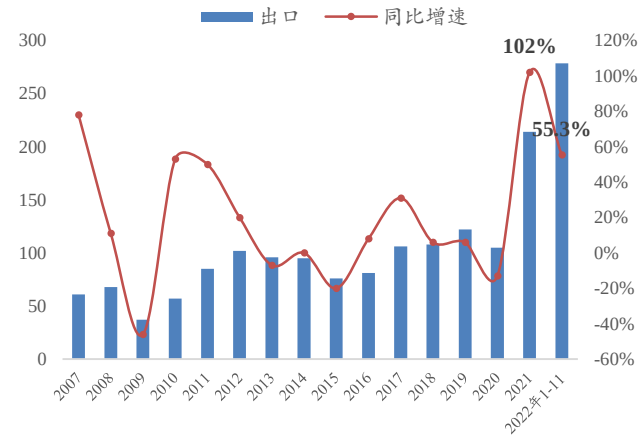
自主品牌占比持续提升，出口有望成为新蓝海。从市场格局看，2022 年前 10 月豪华品牌、合资品牌和自主品牌销量同比分别增长+0.2%、-10.3%和+19.3%。2022 年前 10 月豪华车占比 13.2%，与 2021 全年占比持平；合资品牌占比 40.3%，较 2021 全年下降 5.3pct；自主品牌占比 46.5%，较 2021 全年提升 5.3pct。自主品牌表现优异，芯片短缺及疫情等影响相对较小，新能源销量高增长，份额持续改善。合资品牌及产品吸引力下滑，加上芯片短缺等影响，份额持续下降。**从出口数据看，**2022 年 1-11 月，国内汽车企业出口 278.5 万辆，同比增长 55.3%。分车型看，乘用车出口 225.1 万辆，同比增长 57.8%；商用车出口 53.3 万辆，同比增长 45.7%。新能源汽车出口 59.3 万辆，同比增长 100.2%。国内汽车产业在成本、效率、产业链等领域具有较强优势，出口市场有望成为新的蓝海，市场前景广阔。**展望 2023 年，从市场格局来看，自主品牌在新能源等领域仍具有一定的先发优势，其产品技术及份额将持续提升；从总量来看，我们预计中国汽车市场销量有望达到 2730 万辆（+1.9%），其中乘用车 2400 万辆（+2.7%），商用车 330 万辆（+1.1%）。**

图 84：中国乘用车市场不同品牌份额变化（%）



资料来源：乘联会，招商银行研究院

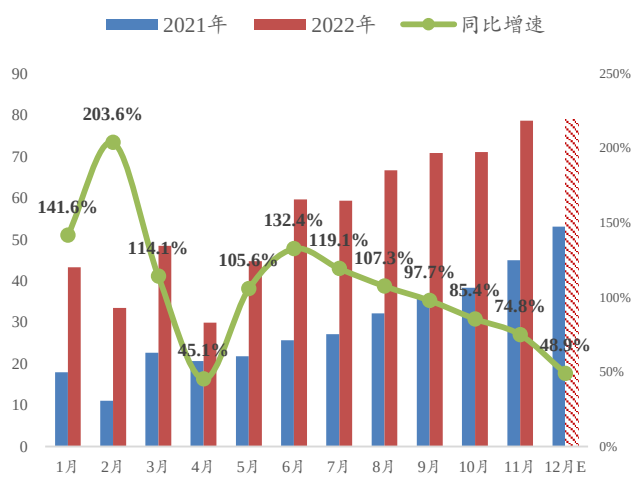
图 85：中国汽车出口数据及同比变化（万辆，%）



资料来源：中汽协，招商银行研究院

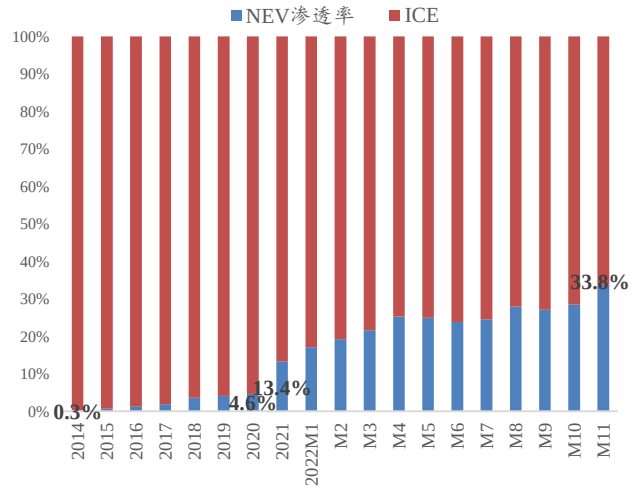
11.1 新能源汽车：传统燃油车将持续被混动和纯电动车取代

图 86：中国新能源汽车销量及同比（万辆，%）



资料来源：中汽协，招商银行研究院

图 87：中国新能源汽车渗透率变化（%）



资料来源：中汽协，招商银行研究院

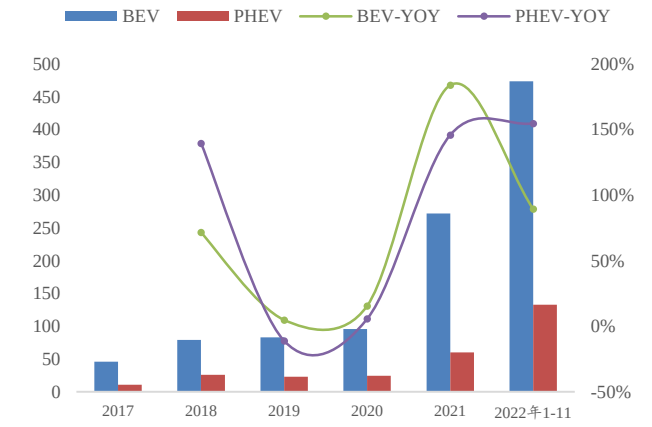
根据中汽协数据，2022 年 1-11 月我国新能源汽车累计产销均超 600 万辆，分别为 625.3 万辆和 606.7 万辆，同比均增长超 1 倍，前 11 个月新能源汽车渗透率达 24.96%，相对 2021 年 13.4%的渗透率提升明显，其中 11 月单月渗透率已高达 33.8%。《新能源汽车产业发展规划》预计到 2025 年新能源汽车占比将达到 20%，已提前完成规划目标。**展望 2023 年，我们预计新能源汽车年销量将达到 850 万辆（其中新能源乘用车销量预计超过 800 万辆），同比增速预计回落至 30%。**

新能源品牌方面，自主及新势力表现抢眼，合资有待追赶。2022 年 1-11 月新能源汽车销量 CR10 合计为 499.9 万辆，同比增长 1.2 倍，占新能源汽车销

售总量的 82.4%，高于上年同期 5.8pct。排名前五的车企分别为比亚迪、特斯拉中国、上汽通用五菱、吉利汽车和广汽埃安，增速较快的有吉利汽车、比亚迪、奇瑞汽车等。从车企竞争格局来看，自主品牌比亚迪、上汽通用五菱等表现出色；特斯拉国产销量保持较高水平，其它合资品牌有待追赶；此外哪吒等新势力表现优异。

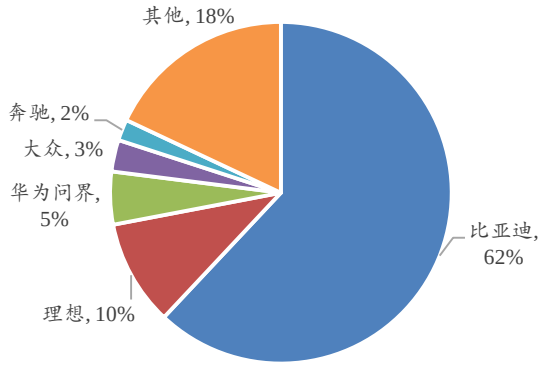
插电混动汽车增速超过纯电动汽车，是自主引领的新赛道。2022 年 1-11 月，PHEV（插电式混合动力）销量为 154.6 万辆，同比增长 154.6%，而 BEV（纯电动乘用车）同比增速为 89.3%，明显弱于插电混动增速。竞争格局方面，自主品牌的市场份额超过 77%，其中比亚迪占据中国插电混动市场 62%的份额，处于行业引领地位。

图 88：BEV 和 PHEV 销量及增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，招商银行研究院

图 89：中国插电式混合动力汽车竞争格局（%）



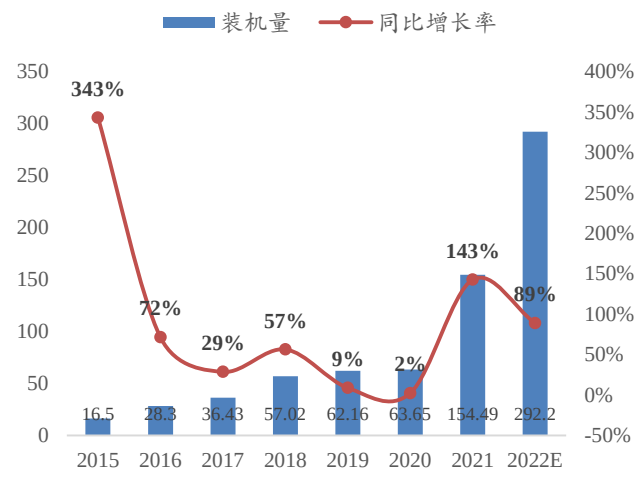
资料来源：中汽协，招商银行研究院

插电混动高增长主要基于以下三个方面因素：**（1）政策端：双积分加速燃油车混动进程**。自 2020 年 NEV+CAFC 积分出现缺口以来，伴随 NEV 积分价格持续上涨，各家车企陆续加快燃油车电气化转型。**（2）供给端：原材料价格上涨，纯电车型利润承压使得车企纷纷发力混动新车型**。相较纯电车型，混动搭载的动力电池能量较小，电池价格上涨对混动车型成本端影响偏弱。短期来看，新能源汽车市场需求旺盛使得上游原材料供需错配致使碳酸锂等原材料价格始终处于高位，车企纷纷发力混动市场来满足“双积分”考核需求同时保证其利润水平。**（3）需求端：续航及补能焦虑缓解与低油耗、强动力性能新车型的推出驱动混动市场高速发展**。相较于纯电车型，混动车型兼具纯电与燃油车两套动力系统，在对续航需求不高的场景时可采用纯电续航，在对续航需求较高的场景中可依靠传统燃油来行驶，满足消费者全场景用车需求，解决了新能源纯电车型续航焦虑及补能焦虑。相较于传统燃油车，混动车型由于采用“油+电”驱动模式，其油耗表现优异；同时由于目前主流车企采用“双电机”混动架构，动力响应更为优秀且平顺性较佳。

11.2 动力电池：产能加速扩张，需关注结构过剩风险

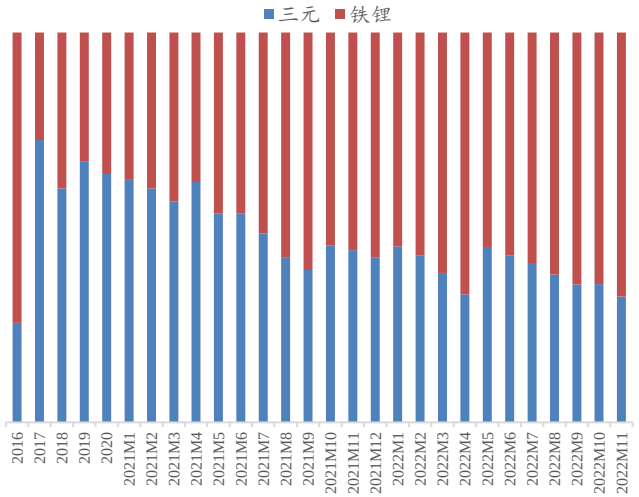
动力电池行业属于新能源汽车产业链中游环节，行业景气度随下游新能源汽车行业波动。受益于下游新能源汽车市场需求爆发式增长，动力电池行业也迎来大爆发，2022 年 1-11 月，我国动力电池累计装机量达 258.5 GWh，同比大增 101.5%。随着国内新能源汽车市场逐步走向成熟，更多细分市场将进一步塑造动力电池市场格局。随着新能源汽车产品多样化，预计不同地域使用的动力电池种类也会不尽相同，因此 2023 年中国新能源汽车市场预期将更加细分，在短程低速或中短程电动车市场中，磷酸铁锂电池很可能继续维持主流地位，但对长程或其他用途车辆而言，三元电池仍有望维持一定优势。

图 90：中国动力电池 2015-2022 装机量（GWh）



资料来源：中国动力电池产业创新联盟，招商银行研究院

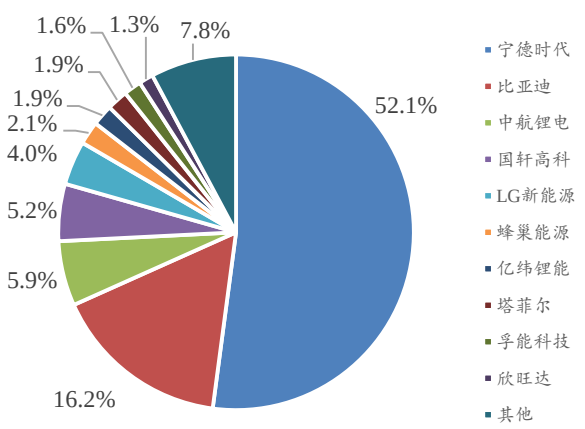
图 91：三元与磷酸铁锂电池出货份额变化



资料来源：中国动力电池产业创新联盟，招商银行研究院

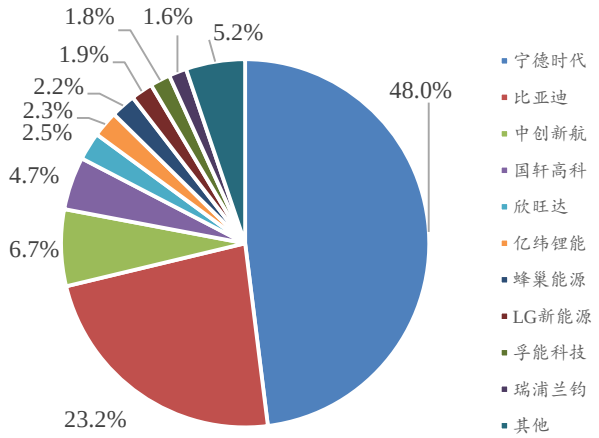
磷酸铁锂占据六成份额，优质二线企业有望崛起。（1）技术层面：2022 年 1-11 月，我国动力电池装机量共计 258.5 GWh，同比大增 101.5%。其中三元电池装机量累计 99.01 GWh，占比 38.3%，同比增长 56.8%；磷酸铁锂装机量累计 159.08 GWh，占比 61.5%，同比增长 145.9%，符合我们前期关于磷酸铁锂逆袭趋势的研判。由于上游电池原材料价格仍然维持高位，预计 2023 年磷酸铁锂仍然占据主流，占比维持在 60%左右。**（2）竞争格局层面：**宁德时代市场份额由 2021 年的 52.1%降至 48.0%左右，比亚迪凭借自身新能源汽车销量爆发式增长，市场份额增长 7pct 至 23.2%。二线优质电池企业中创新航、欣旺达和亿纬锂能的份额也有小幅上升，符合我们前期关于优质二线电池企业有望崛起，未来动力电池领域有望呈现“头部格局领先，二线群雄逐鹿”格局的研判，2023 年继续维持上述研判。

图 92：2021 年中国动力电池装机量格局



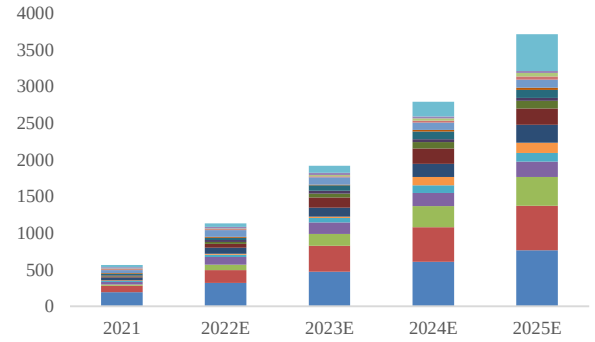
资料来源：中国动力电池产业创新联盟，招商银行研究院

图 93：2022 年 1-11 月中国动力电池装机量格局



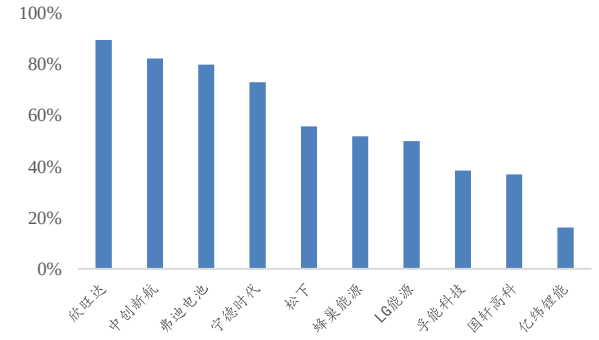
资料来源：中国动力电池产业创新联盟，招商银行研究院

图 94：中国动力电池产能及规划（GWh）



资料来源：中国动力电池产业创新联盟，招商银行研究院

图 95：全球动力电池产能及规划（GWh）



资料来源：中国动力电池产业创新联盟，招商银行研究院

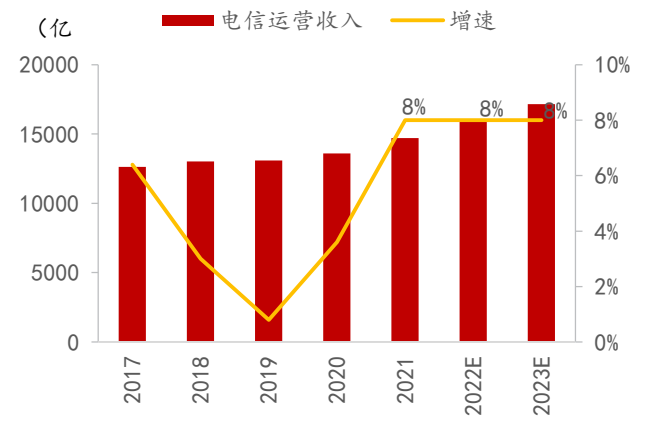
动力电池厂商不断扩产，名义产能持续过剩。从需求端来看，2023 年我国新能源汽车增速将回落至 30~40%，对应动力电池需求量约为 400 GWh；**从供给端来看**，据公开资料统计，国内主流动力电池企业 2025 年产能总规划已超 3700 GWh（需注意：考虑到设备检修、电芯型号切换等，实际产能仅为规划产能的 75%左右），因此如果国内动力电池企业仅靠国内市场，大概率还是会产能过剩。对于动力电池供给端而言，不是所有企业均能享受行业增长红利，从主流动力电池厂商的产能利用率数据来看，头部厂商（宁德时代，弗迪电池）以及优质的二线厂商（如欣旺达、中航锂电）的产能利用率仍处于前列。我行还是需择优合作，并重点关注电池企业在技术、客户等方面的竞争力，研判其现有市场份额是否保持或提升。届时就算出现产能过剩，也属行业共性问题，优质电池企业仍可保持一定的市场份额和营收规模，不影响其与商业银行的合作。

12. 通信：5G 投资峰值即将过去，数字经济成为未来方向

12.1 电信运营：新兴业务快速增长，数字经济成为未来方向

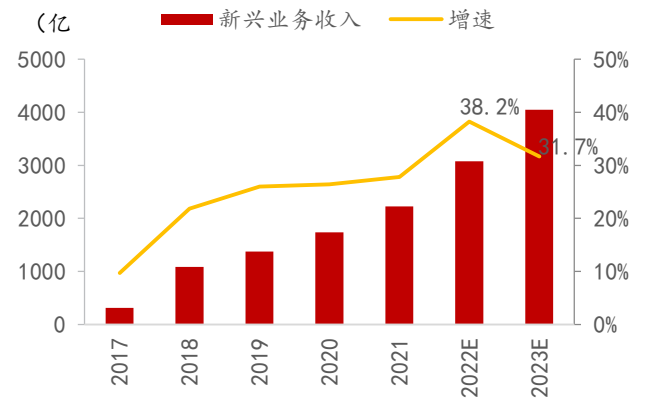
电信运营行业保持高质量发展，新兴业务快速增长占据重要地位。2022 年 1-10 月份，我国电信运营业务收入达到 13215 亿元，同比增长 8%，保持较高增长水平。固定互联网宽带、移动数据流量等传统电信业务平稳增长，云计算、大数据、数据中心等新兴数字化服务快速发展，2022 年 1-10 月新兴数字化业务实现相关业务收入 2563 亿元，同比增长 33.1%，在电信运营业务收入占比提升至 19.4%，拉动电信业务收入增长 5.2 个百分点。其中，数据中心、云计算、大数据业务同比增长分别为 12.7%、127.8%和 59.3%。受益于 5G 和光纤宽带升级，预计 2023 年电信运营业务保持 8%的增速水平，新兴业务继续保持 30%以上高增长水平。

图 96：国内电信运营业务收入



资料来源：工信部，招商银行研究院

图 97：国内电信运营新兴业务收入



资料来源：工信部，招商银行研究院

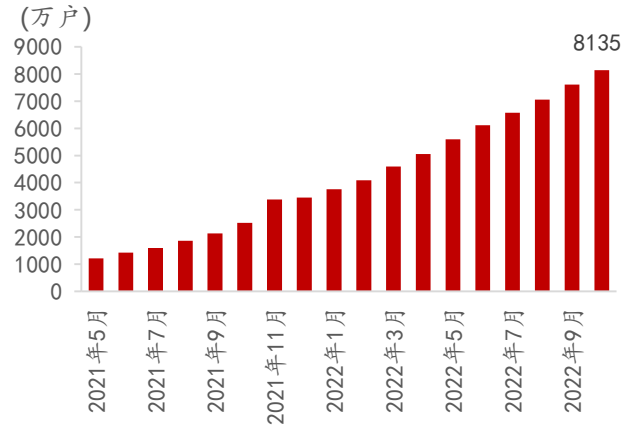
积极推动数字经济和实体经济深度融合发展。2022 年，三大运营商同时加大云计算和数字经济领域的投资力度。中国移动全面推动算力网络建设，加快布局热点中心云，按需建设边缘云。中国联通方面也适度增加“东数西算”网络投资，以建设新型数字信息基础设施行动计划为牵引，适度超前打造创新产品核心竞争力。2023 年，三大电信运营商表示将推进数字经济战略，加快产业数字化市场拓展，聚焦工业视觉、生产现场监测、远程设备控制、厂区智能物流等 5G 行业应用场景业务发展。

继续推进“双千兆”5G 和千兆光纤渗透率持续提升。截至 2022 年 10 月末，三大运营商的移动电话用户总数达 16.82 亿户，比上年末净增 3947 万户。其中，5G 移动电话用户达 5.24 亿户，比上年末净增 1.69 万户，占移动电话用户的 31.1%，占比较上年末提升 9.5 个百分点。截至 2022 年 10 月末，三大运营

商固定互联网宽带接入用户总数达 5.83 亿户，比上年末净增 4745 万户。其中，千兆及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 8135 万户，比上年末净增 4676 万户，占总用户数的 13.9%。“双千兆”渗透率依然有较大提升空间，预计 2023 年 5G 用户占比有望达 40%，千兆宽带用户占比有望达 18%。

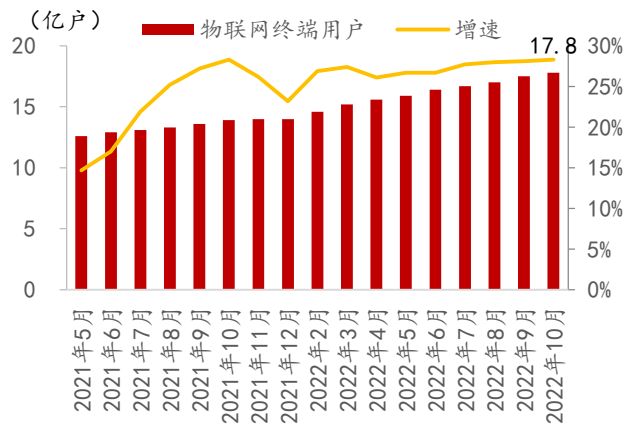
“物超人”步伐持续加大，物联网未来空间广阔。三大运营商的蜂窝物联网用户规模持续快速扩大，截至 2022 年 10 月末，三家基础电信企业发展蜂窝物联网终端用户 17.7 亿户，比上年末净增 3.79 亿户。蜂窝物联网终端用户规模快超过移动电话用户 9482 万户，占移动网络终端连接数的比重已达 51.4%。目前物联网终端主要应用于智慧公共事业、智能制造、智慧交通等领域，随着物联网连接规模的持续快速增长，物联网业务收入有望成为电信运营商收入增长的重要一环。

图 98：千兆宽带用户规模快速扩大



资料来源：工信部，招商银行研究院

图 99：物联网连接保持高速增长



资料来源：工信部，招商银行研究院

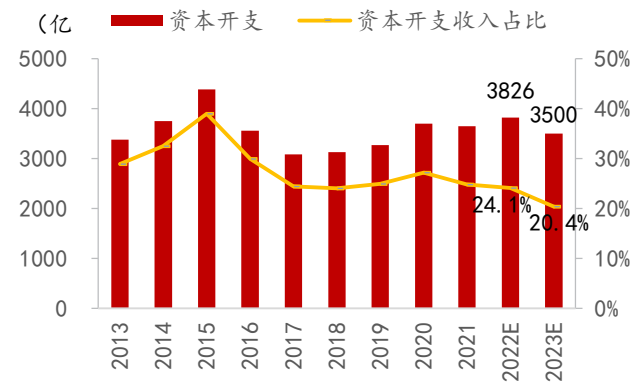
12.2 通信设备：国内 5G 投资峰值即将过去，海外 5G 市场充满机遇

2023 年将是国内电信运营商资本开支向下的转折点。2022 年是国内电信运营商投资高峰的最后一年，2022 年电信运营商资本开支都有不同幅度的提升，总资本开支约 3826 亿元，资本开支收入占比 24.1%。其中，中国移动 2022 年资本开支预计为 1852 亿元，同比增长 1.3%；中国电信 2022 年资本开支预计为 930 亿元，同比增长 6.9%；中国联通 2022 年资本开支预计约 744 亿元，同比增长 7.9%。从 5G 基站建设来看，截至 2022 年 10 月新建 5G 基站 85 万站，远超年初规划的 67 万站。考虑到电信运营商 5G 基础网络覆盖完成，预计 2023 年开始电信运营商资本开支呈现逐年下降的趋势，预计 2023 年资本开支 3500 亿元，资本开支收入占比下降到 21%以内。

未来三年海外 5G 市场充满机遇。全球运营商对 5G 技术的部署仍处于早期阶段，中国市场以外的基站站点中只有 20%部署了中频段 5G 网络设备。爱立信预计，未来三年整体无线接入网（RAN）市场将持平，但 5G RAN 在未来三年内

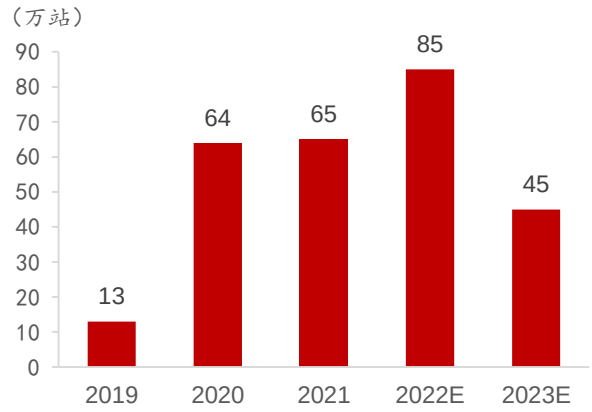
每年将增长约 11%。根据 Dell'Oro Group 的报告，2022 年三季度海外市场的 Top4 供应商包括爱立信、诺基亚、华为和三星，参与爱立信、诺基亚、三星供应链体系的中国通信设备供应商有望实现更高速增长机会。

图 100：国内电信运营商资本开支



资料来源：Wind，运营商公告，招商银行研究院

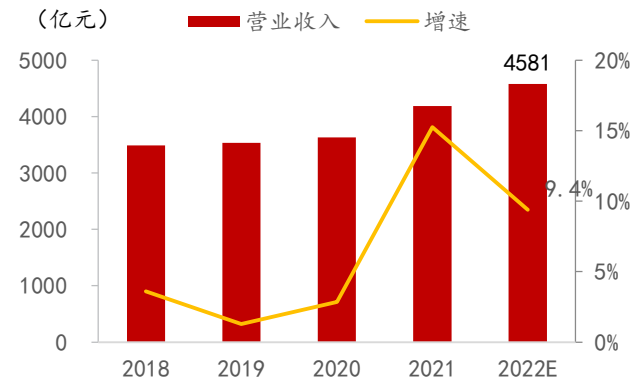
图 101：国内 5G 基站建设规模



资料来源：工信部，招商银行研究院

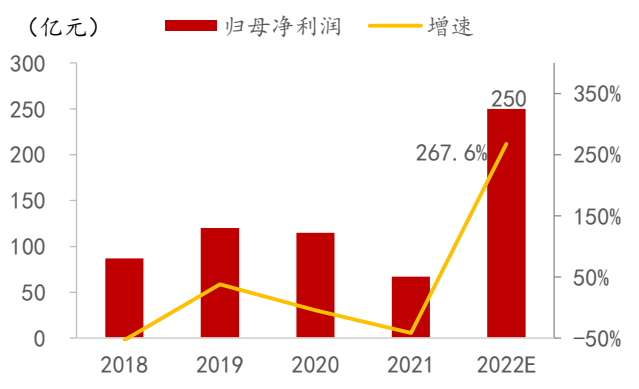
通信设备公司收入稳步增长，盈利能力显著提升。以申万通信设备行业 81 家 A 股上市公司为基础，2022 年营收和归母净利润显著增长，截至 2022Q3 营业收入 3274 亿元，同比增长 9.4%；归母净利润 214 亿元，同比增长 215%。虽然受到疫情反复影响和上游原材料涨价等因素干扰，受到下游运营商稳定的资本开支和海外运营商 5G 建设的利好因素，国内通信设备公司在 2022 年表现亮眼。随着国内电信运营商资本开支逐步收缩，海外 5G 建设保持 10%以上增速，预计 2023 年通信设备行业收入和利润与 2022 年持平。

图 102：通信设备行业公司营业收入



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 103：通信设备行业公司归母净利润



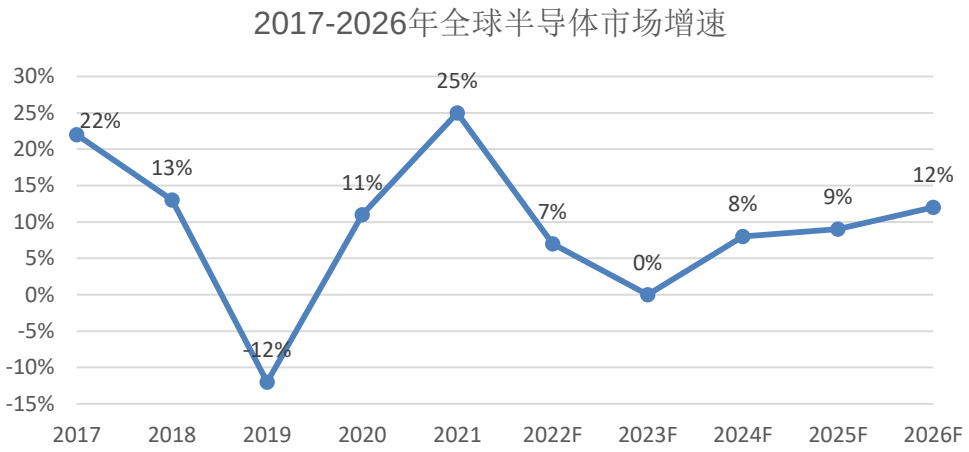
资料来源：Wind，招商银行研究院

13. 集成电路：行业增速持续放缓，资本支出依然高企

13.1 回顾：2022 年增速放缓，市场由“缺芯”变为“过剩”

2020-2021 年因疫情影响，居家学习、办公、娱乐等需求导致平板电脑、个人计算机、游戏机、电视机等销量大幅增长，从而带动上游半导体市场迅速发展。2021 年全球半导体市场增速更是达到惊人的 25%，而随着半导体市场需求逐渐饱和，预计 2022 年增速将下滑至 7%。

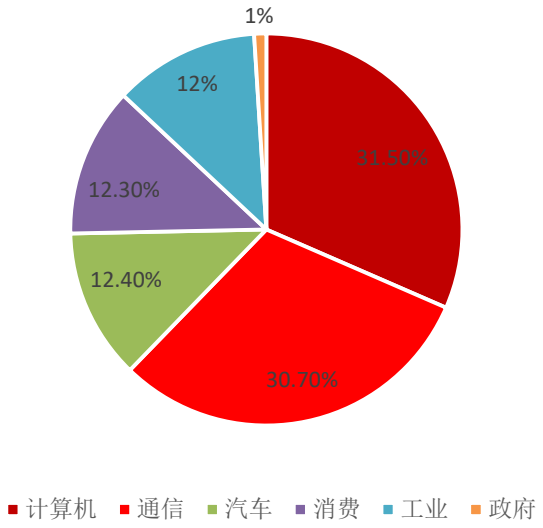
图 104：全球半导体市场营收增速



资料来源：IC Insights，招商银行研究院

2022 年受疫情等因素影响，消费电子市场低迷，手机、PC 等销量持续下滑，对先进制程半导体影响较大。与此同时，新能源汽车渗透率的快速提升以及信创和数据处理对服务器的需求导致功率体和服务器运算半导体的景气度逆势而上。

图 105：全球半导体市场不同应用领域占比

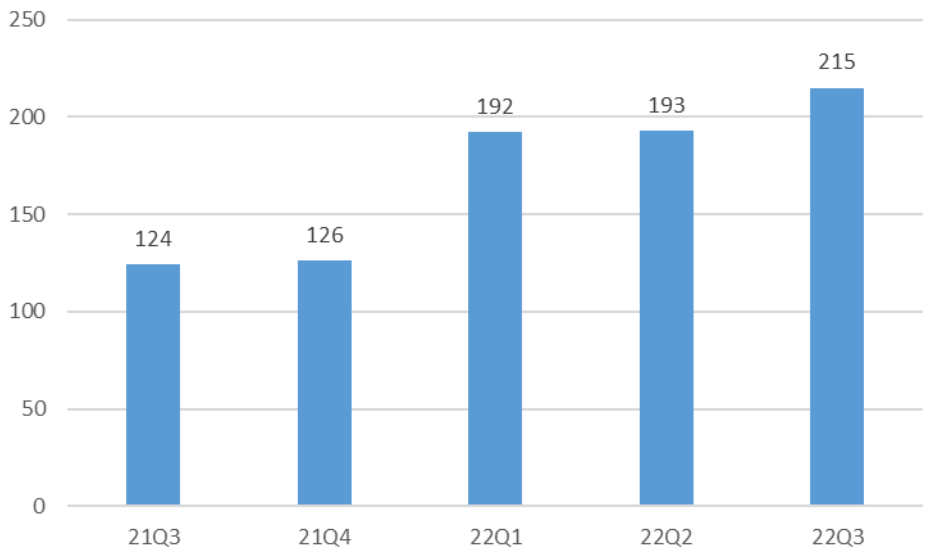


资料来源：SIA，招商银行研究院

13.2 展望：2023 年全球半导体下游景气度前低后高

过去一年中国主要集成电路设计厂商的平均存货周转天数由 21 年 3 季度的 124 天增至 22 年 3 季度的 216 天，已经达到历史最高水平。而随着半导体代工制造的产能利用率由过去的 90%以上下滑至现在的 60%，存货累积速度将有所放缓，预计 23 年的存货周转天数也将有所下降。

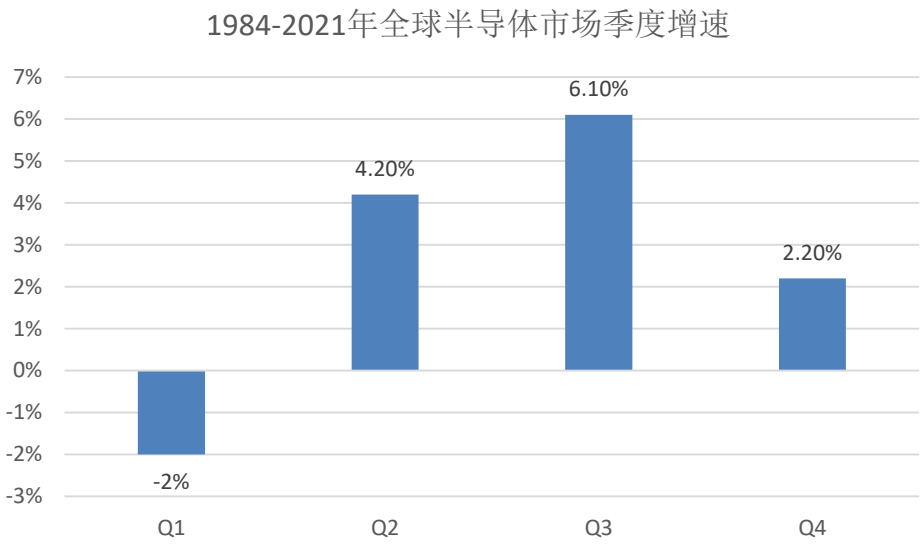
图 106：中国主要 IC 设计厂商平均存货周转天数



资料来源：SIA，招商银行研究院

统计过去三十年半导体季度营收增长可以得知半导体营收增长具有很强季节性规律。因为消费电子巨头通常倾向于下半年发布新产品，如苹果于 9 月份发布新款 iPhone，消费电子企业在 2、3 季度开始大量采购集成电路。当前晶圆厂产能利用率约为60%，叠加之前渠道库存压货导致的目前供应井喷，市场在未来一段时间内都将处于收缩产能和去库存状态，随着库存见底，预计 2023 年 5 月起全球半导体市场景气度将有所回升。

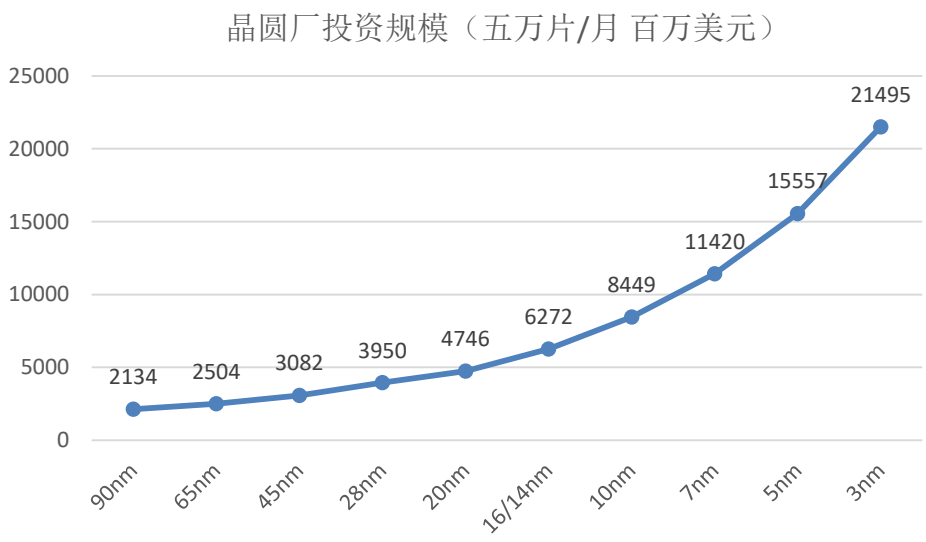
图 107：全球半导体市场增速的季节性特征



资料来源：IC Insights，招商银行研究院

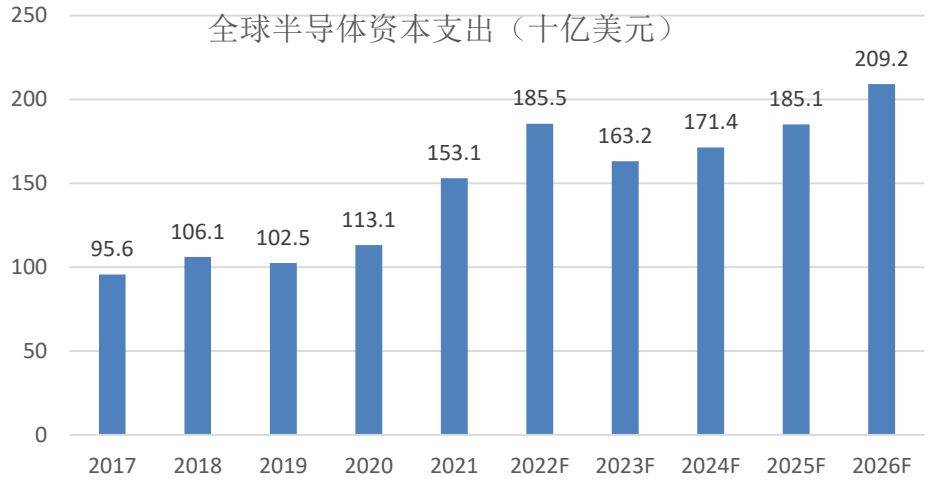
同时，技术驱动因素将导致上游资本支出持续增长。半导体行业具有强周期性和技术驱动性的特点。强周期性的内在因素是供需关系，过去三年因为疫情居家对消费电子的强烈需求，半导体企业纷纷扩大产能，导致现阶段以去库存为主，增速开始回落。而半导体企业的资本支出除了收到市场短期需求影响以外，更多是技术迭代带来的资本支出不断攀升。如图 5 所示，同样产能的晶圆厂，5 纳米的建造成本已经达到 90 纳米的成本的 10 倍，越来越高昂的成本使得众多玩家止步于高端制程集成电路制造。而高端制程玩家为了维持市场份额及高于平均水平的利润率，也不得不持续加大投资抢占下一代产品市场。上游半导体制造资本支出的持续增长意味着对半导体材料与半导体设备的需求进一步加大。

图 108：随着技术进步晶圆厂成本支出激增



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 109：全球半导体资本支出不断攀升



资料来源：各上市公司公告，招商银行研究院

高资本支出半导体企业对融资需求更为强烈，更适合商业银行展开业务合作，包括但不限于租赁、信贷、跨境等业务。中国大陆地区已成为全球最大半导体消费市场，与此同时中国大陆半导体企业资本支出与国际巨头相比仍有较为悬殊的差距。如中国大陆最大晶圆代工企业 2022 年资本支出预计为 50 亿美元，而台积电资本支出为 400 亿美元，三星资本支出为 320 亿美元。业内预计庞大的市场需求导致中国大陆半导体上游制造的投资增速将持续高于全球平均水平。

综上所述，预计手机与 PC 等消费电子业务于 2023 年下半年景气度提升，而消费电子所需芯片除了高端领域的处理器、存储器、图像处理等芯片需要高度依赖进口以外，在中低端领域如电源管理、信号转换等国产芯片的需求将有大幅提升。

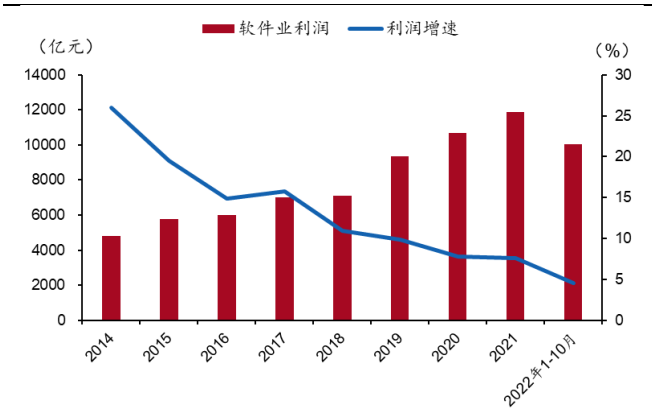
14. 软件：行业增速处于近年低点，2023 年景气度将明显恢复

14.1 回顾：成本端、收入端双重挤压，软件行业增速处于近年的相对低点

软件行业 2022 年的行业发展趋势处于近年低点。工信部数据显示，2022 年 1~10 月份，我国软件业务利润总额 10047 亿元，同比增长 4.5%，增速较 2021 年全年下滑了 3.1 个百分点，与 2021 年同期相比则差距更大，下滑了 4.6 个百分点。

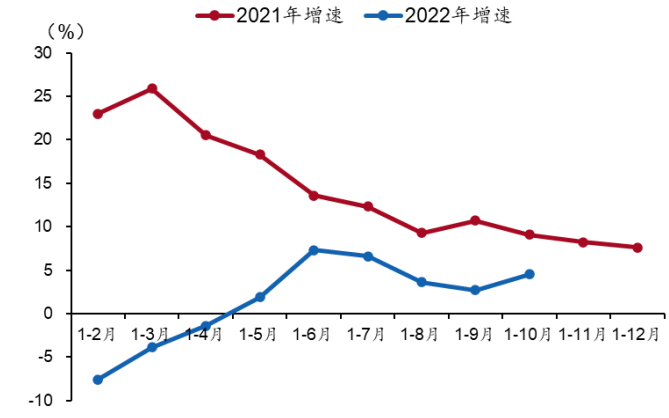
上市公司角度，利润变化更为明显，据统计 A 股计算机类公司前三季度总利润同比下滑 50%左右。

图 110：2014-2022 年我国软件业利润及增速



资料来源：工信部、招商银行研究院

图 111：2021-2022 年 1~10 月软件业利润同比增减

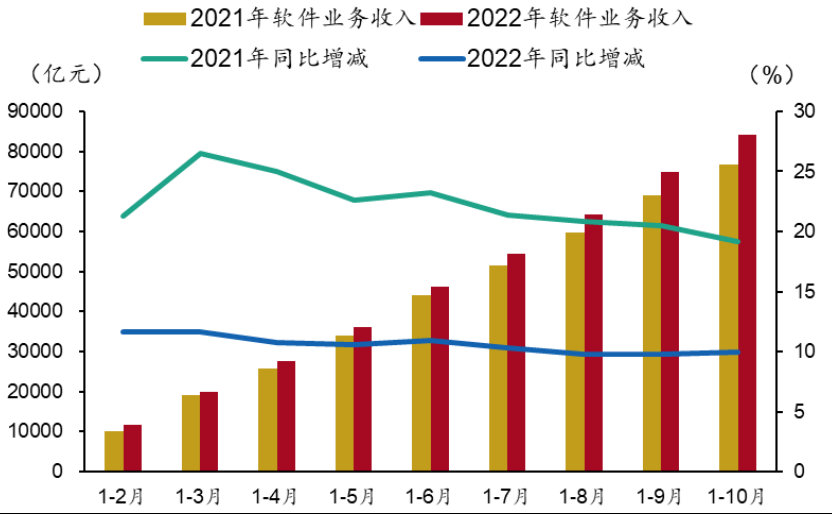


资料来源：工信部、招商银行研究院

前十个月利润增速下滑明显主要是因为成本端和收入端的双重挤压：

- 成本端方面，由于行业处于较快发展期，很多新领域需要研发投入，行业内企业在 2022 年依然加大了成本投放。人员薪酬是计算机软件类公司的主要成本，经统计前三季度 A 股计算机公司支付的人员薪酬同比增加了 15.7%，研发费用率提升了 0.39%，提升明显。
- 收入端方面，由于疫情导致部分需求推迟及 2021 年高基数的影响，增速下降明显。工信部数据显示，2022 年 1~10 月份，我国软件业务收入总额 84214 亿元，同比增长 10%，增速较 2021 年全年下滑了 7.7 个百分点。

图 112：2021-2022 年 1-10 月软件业收入及同比增减



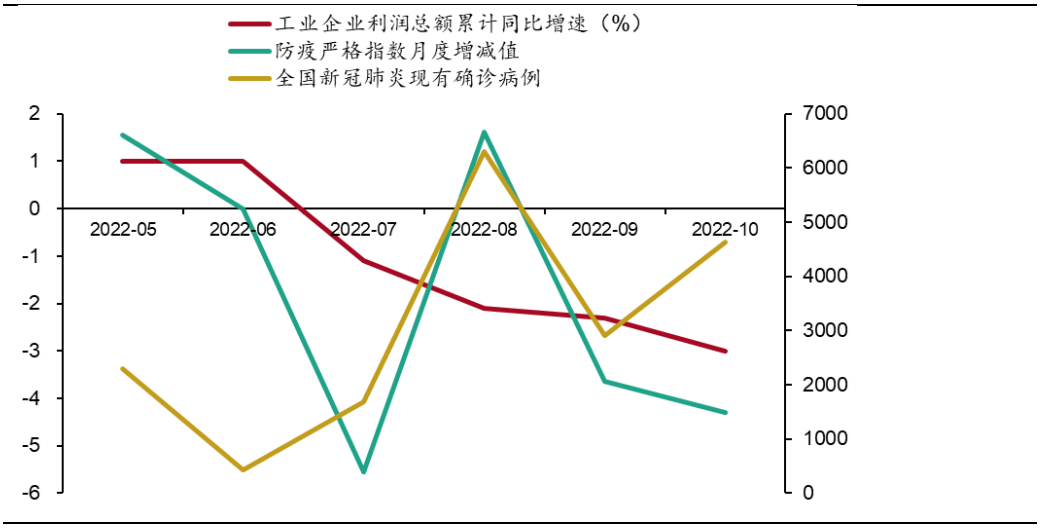
资料来源：工信部、招商银行研究院

和中期展望对比，软件行业并未如我们预测的迅速回暖，主要原因在于疫情发展及防疫政策超预期。我们彼时认为 5 月份开始国内疫情逐步得到控制，中央陆续颁布多项政策促进复工复产，交通运输管控措施逐渐取消、复工节奏加快将促进软件行业的复苏。

但疫情的实际发展远没有之前预想的乐观，全国新冠肺炎现有确诊病例在 6、7 月短暂回落后 8 月份达到峰值，9 月份有所改善但仍多于 5 月份，10 月份继续边际恶化。疫情的恶化带来了防疫措施的重新加强，8 月防疫严格指数[1]已超过 5 月，给服务业和部分制造业带来直接冲击。复工复产节奏放缓导致了经济修复速度受到影响，2022 年 1-10 月份全国规模以上工业企业利润累计同比下降 3.0%，相比 1-9 月份继续回落 0.7 个百分点。

[1] 严格性指数是一个综合衡量指标，基于学校关闭、工作场所关闭和旅行禁令等九个响应指标，调整为 0 到 100 的值，100 为最严格

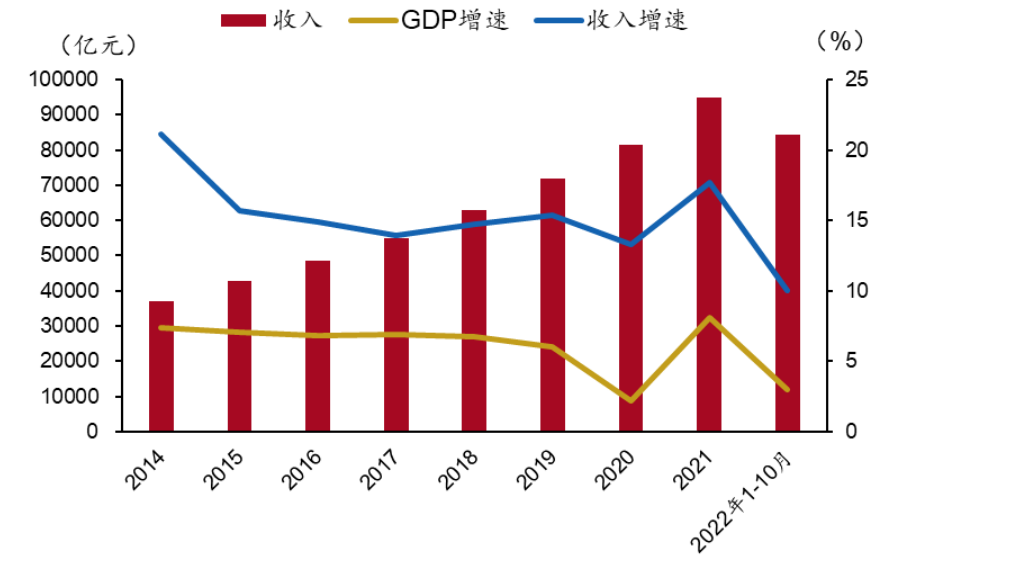
图 113：6 月以来疫情反复



资料来源：WIND、招商银行研究院

从历史趋势来看，我国软件业的收入增速和 GDP 增速有非常高的正关联性，2022 年 1~10 月的数据也继续验证了这个结论，由于疫情对经济的影响仍然明显，软件行业的收入增速也和 GDP 增速同步下降。

图 114：2014-2022 年我国软件业收入及增速



资料来源：工信部、国家统计局、招商银行研究院

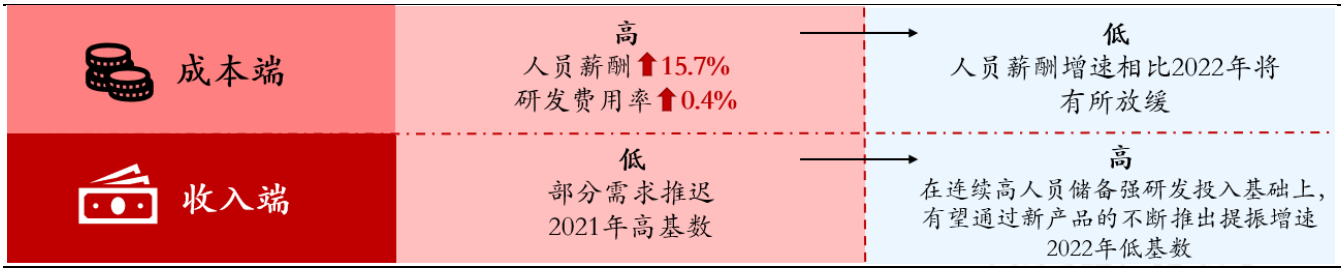
我们预计这种趋势将至少持续到 11 月份，国家统计局 11 月 30 日发布 2022 年 11 月 PMI 数据。11 月制造业 PMI 为 48.0%，较上月下降 1.2 个百分点，仍处于收缩区间。

14.2 展望：预计 2023 年软件行业收入端将明显提振，成本端可控，景气度明显好转

展望 2023 年，我们预期软件行业收入端将明显提振，成本端可控：

- 收入端来看疫情影响相对 2022 年将明显好转，随着防疫新十条的落地及 12 月初开始全国范围内疫情防控的实质性放开，我们认为再出现类似 2022 年的全面封控的概率很小。此外国内经济政策托底明显，典型的如“三箭齐发”提振房地产。因此在宏观经济明显转暖的预期下，2023 年我们预计软件行业将恢复到往年的收入增速水平，并有望通过新产品的不断推出提振增速。
- 成本端而言，在 2021、2022 两年的连续高人员储备强研发投入基础上，我们预期人员薪酬增速相比 2022 年将有所放缓，成本端支出增速可控。

图 115：软件行业成本端、收入端均有望改善



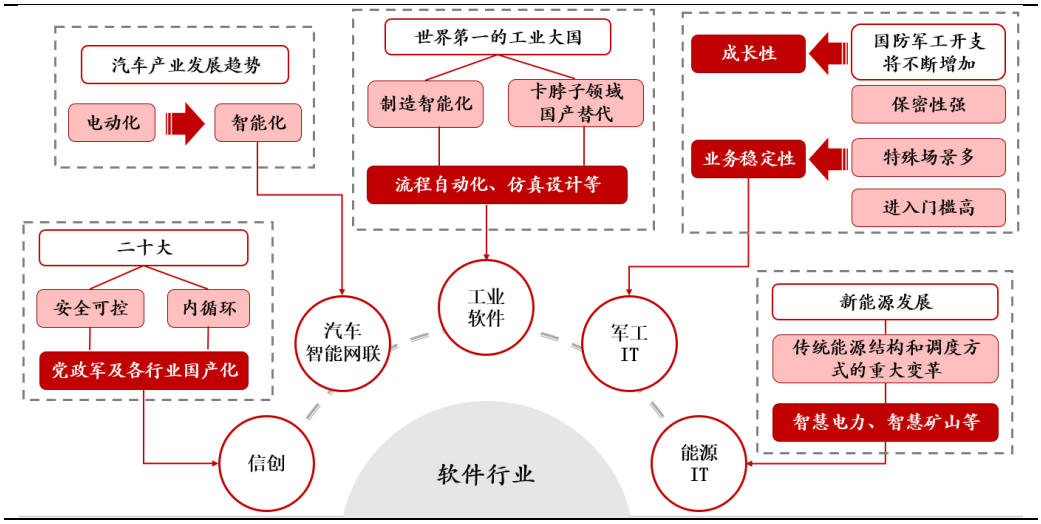
资料来源：招商银行研究院

在软件收入端、成本端均有望改善的前提下，我们认为行业的收入和利润增速均有望回升，景气度明显好转。在此背景下，我们认为 2023 年信创、汽车智能网联、工业软件、军工 IT、能源 IT 等领域值得重点关注：

- 信创方面，随着 20 大报告继续重点提出安全可控、内循环，我们预期 2023 乃至更长时间，国产化在党政军及各行业仍将持续推进，带来相关领域的业务机会。
- 汽车电动化的下一步将是智能化，汽车智能网联相关的 IT 公司近年来获得快速发展，且这种趋势将长期保持，业务空间很大。
- 中国是世界第一的工业大国，随着随这制造智能化的推进及卡脖子领域国产替代的发展，国内在流程自动化、仿真设计等领域的工业软件企业具备长期巨大的发展空间。
- 同样和安全相关，未来较长时间内，我国的国防军工开支将不断增加，同时军工作为保密性强，特殊场景多，进入门槛高的领域，其业务的持续性很强。因此军工及地理信息化领域的软件企业，往往既具备成长性又具备较强的业务稳定性，适合银行开展业务。

- 新能源的发展将带来传统能源结构和调度方式的重大变革，由此带来能源 IT 领域的众多业务机会。我们看到近年来智慧电力、智慧矿山领域的 IT 公司均发展势头良好 。

图 116：软件行业具体细分领域业务机会



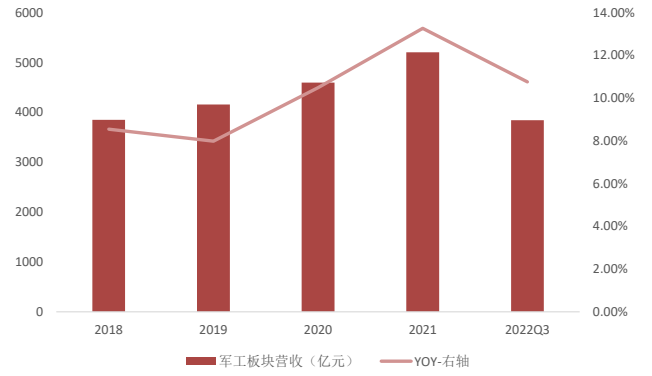
资料来源：招商银行研究院

15. 高端装备：国防装备保持高景气度，工程机械出口高增长

15.1 国防军工：高景气度将持续，重点关注航空与军工电子

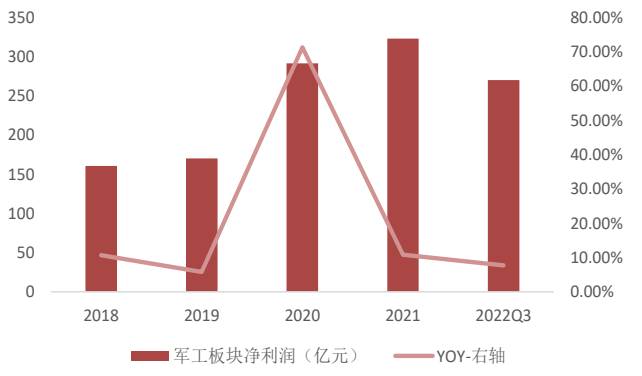
2022 年国防装备产业链保持高景气度。根据国防产业链上市公司公开数据，2022 年前三季度军工板块上市公司实现营业总收入 3842 亿元，同比增长 11%，实现归母净利润 270 亿元，同比增长 8%。在资产负债端，军工板块 2022 年前三季度存货总额为 2926 亿元，同比增加 11%，，预收款及合同负债总额为 1984 亿元，同比增长 3%。国防装备产业链高景气度在 A 股上市公司的利润表和资产负债表得到验证。

图 117：军工板块营收情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

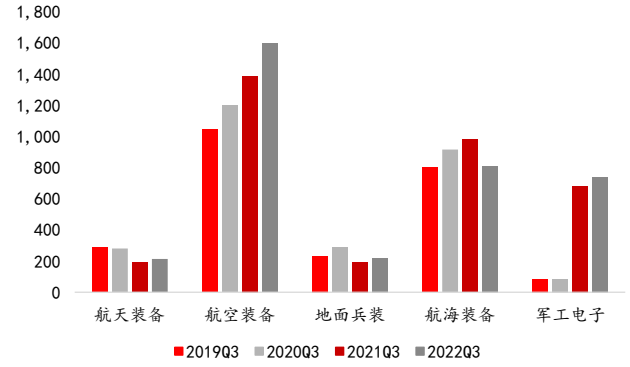
图 118：军工板块净利润情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

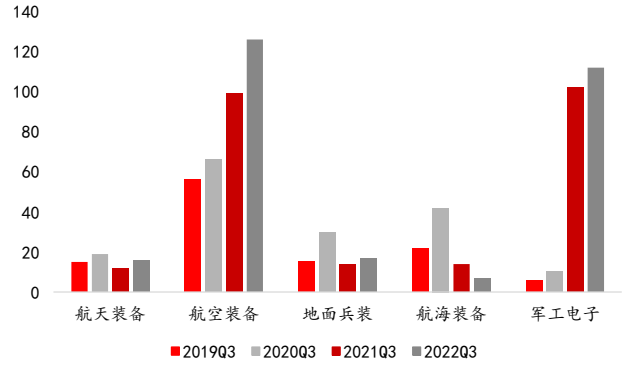
从军工子领域来看，信息化以及航空装备的国际比较差距较大，装备存在更大的需求以及结构优化空间，尤其是雷达、电子对抗和先进战机领域，表现为军工电子以及航空产业链公司在营收端有着更佳表现。从产业链上下游来看，产业链上游企业产能释放先于下游企业，有着更优的市场表现。

图 119：军工子版块近年收入情况（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

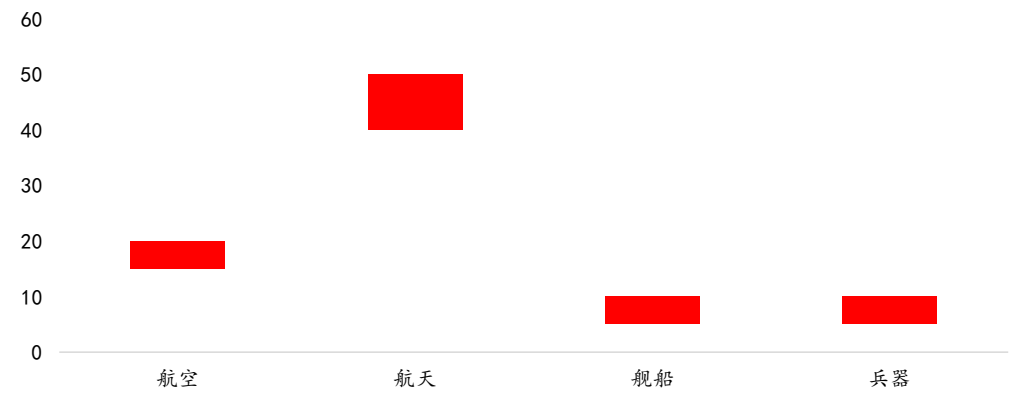
图 120：军工子板块近年净利润情况（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

国防与军队现代化建设非一日之功，国防装备的补短板和结构优化亦非毕其功于一役之事。近两年仅为中国国防装备需求扩张初期，2023 年将保持国防工业的高景气度。建议积极布局国防产业链核心企业（如以雷达和电子对抗为代表的军工电子、以四代机为代表的航空），并以谱系内企业为核心向上游拓展。

图 121：十四五期间国防子行业预期平均增速

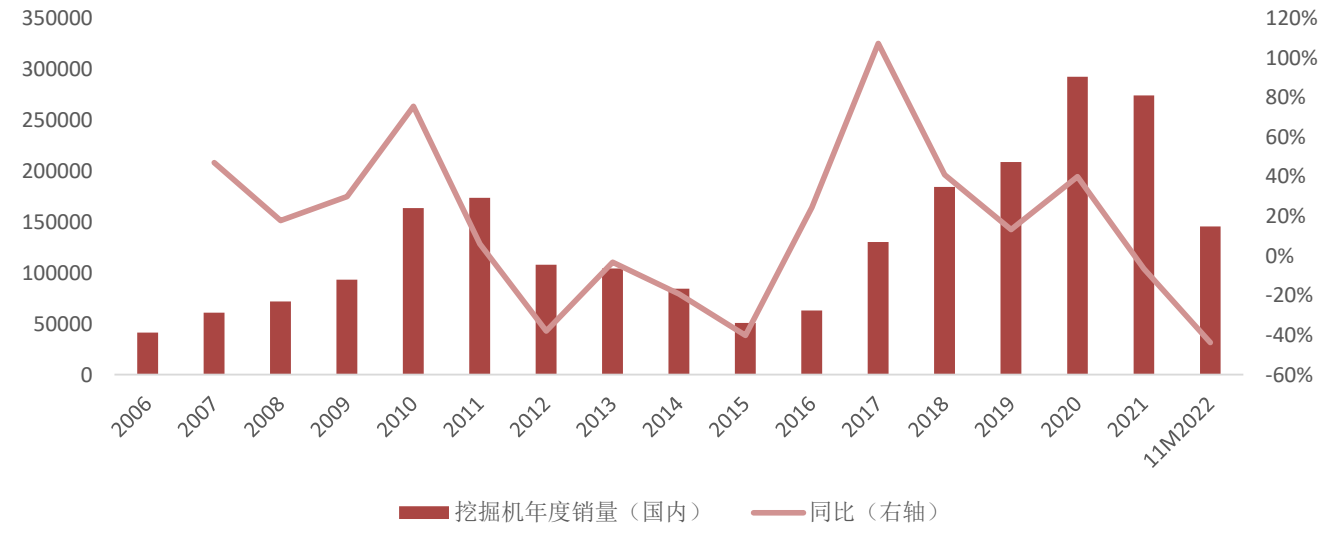


资料来源：Wind、招商银行研究院

15.2 工程机械：2023 年国内市场下行，出口占比持续提升

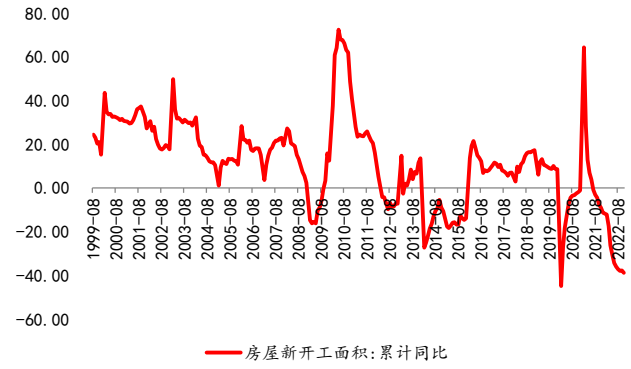
受疫情以及房地产行业的负面影响，2022 年中国工程机械市场周期下行，挖掘机国内市场销量大幅下降，工程机械板块上市公司营收净利润同比大幅下滑。2022 年 1-11 月国内挖掘机市场销量 14.57 万台，同比下降 43.7%；2022 年前三季度，工程机械板块上市公司实现营业收入 2407.34 亿元，同比减少 25%，归母净利润 159.10 亿元，同比减少 50%。

图 122：2022 年 1-11 月国内挖掘机销量同比大幅下降



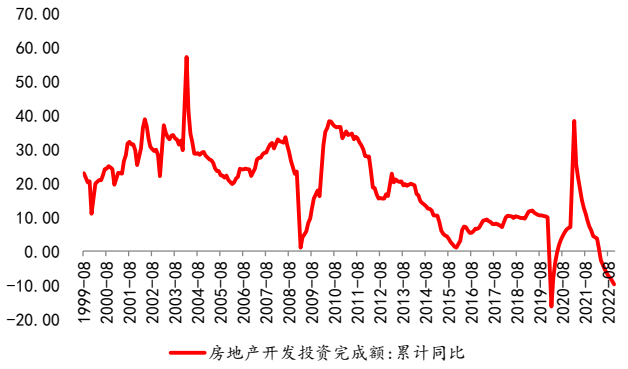
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 123：2022 年房地产新开工面积大幅下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

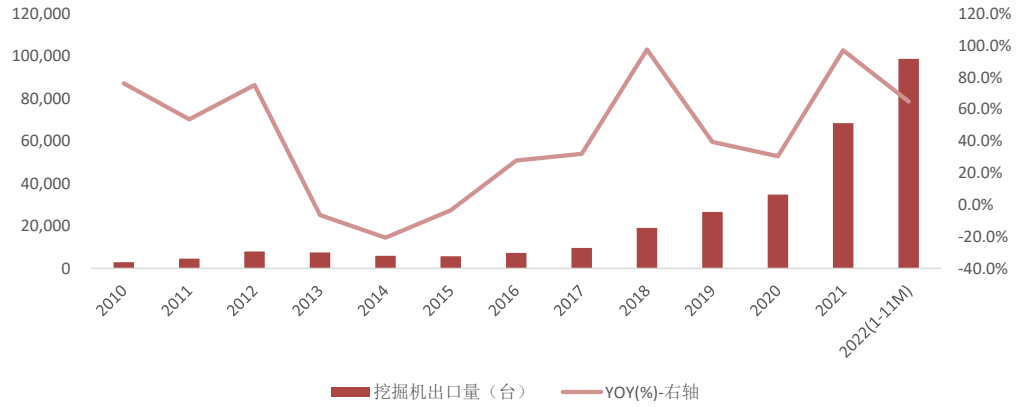
图 124：2022 年房地产开发投资完成额下滑



资料来源：Wind、招商银行研究院

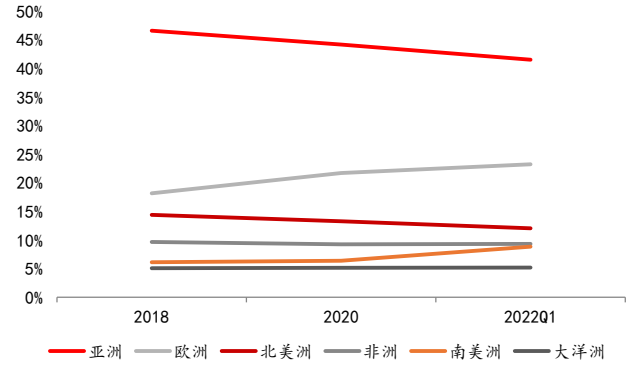
得益于海外工程机械需求高景气以及中国工程机械厂商竞争力持续提升，中国工程机械出口量在 2022 年高速增长。2022 年 1-11 月中国厂商出口挖掘机 9.87 万台，同比增长 64.9%，一定程度上对冲国内市场下滑。2022 年上半年，三一重工、徐工和中联重科等龙头企业海外营收分别同比增长 33%、157%和 40%。从出口地区分布来看，中国厂商工程机械出口地区分布趋于多元化，在巩固“一带一路”市场的基础上，加强在欧洲等全球工程机械重点市场的布局，亚洲以外地区销售额占比不断提升。

图 125：中国挖掘机出口量高速增长



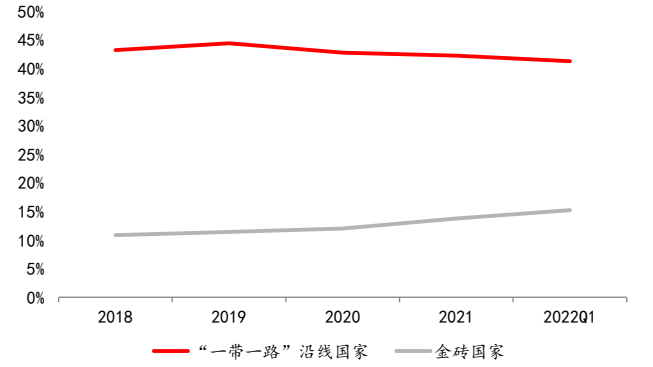
资料来源：工程机械协会、招商银行研究院

图 126：中国工程机械欧洲与南美洲出口占比提升



资料来源：工程机械协会、招商银行研究院

图 127：中国工程机械金砖国家出口占比提升



资料来源：工程机械协会、招商银行研究院

展望2023年工程机械行业，市场需求方面，基建房地产投资和市场保有量将是行业跟踪重要变量。在基建和房地产投资的低预期以及高市场保有量的多重影响下，预计行业需求规模仍将承压，**2023 年国内工程机械行业景气度仍将周期下行**。而随着中国工程机械企业在海外市场布局日益完善，以及产品竞争力的持续提升，**预计 2023 年中国工程机械出口仍会保持高速增长**。考虑到国内市场与出口市场的冰火两重天，建议我行积极布局具备较强海外竞争力的国内龙头企业，如三一重工、徐工机械、中联重科、柳工机械等。

16. 船舶制造：行业整体筑底复苏，船型结构性轮动，造船厂盈利预期好转

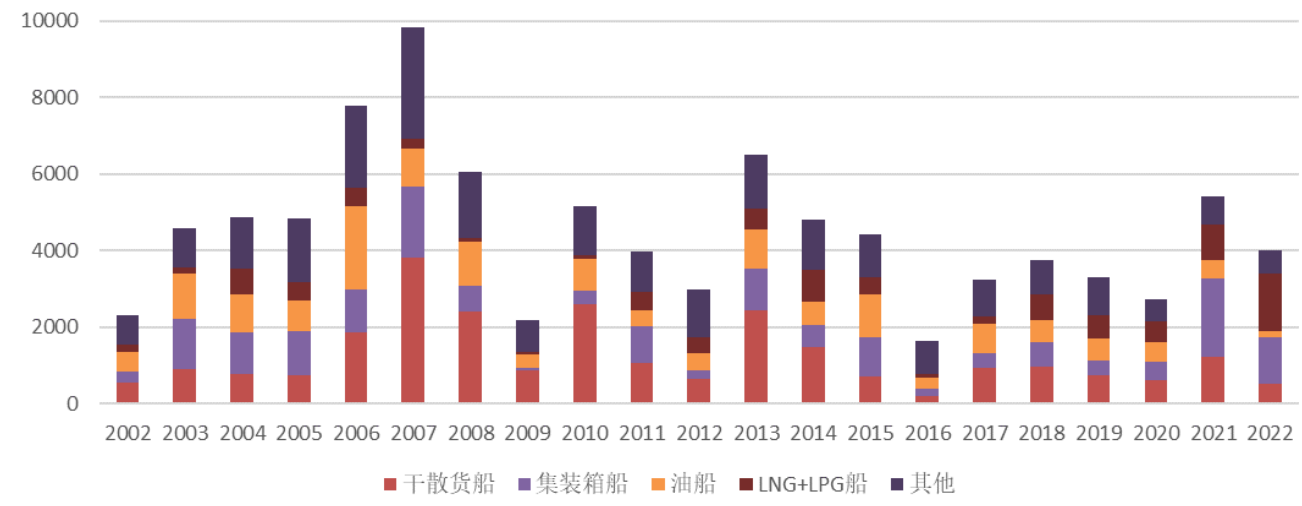
16.1 回顾：2022 年新造船订单量降价升，LNG 运输船订单爆发，造船厂盈利开始回升

船舶制造大周期已触底，波动中进入复苏。船舶制造大周期跨度长达数十年，目前处于周期底部区域，供给端产能出清为行业复苏奠定了基础，需求端在更新换代、环保政策以及贸易结构变化等因素作用下持续回升，支撑行业周期上行。但全球经济下滑风险以及地缘政治冲突持续等使行业面临的外部环境更趋复杂严峻，行业在复苏上行的过程中可能存在波动，不排除部分年份新造船订单量向下调整的可能。

2022 年全球新造船订单量有所回落。2022 年 1-11 月全球累计签订新船订单 1417 艘，合计 7735 万载重吨、3987 万修正总吨，同比分别下降 41%/41%/26.1%。在船位紧张交期拉长带来不确定性增加、新船造价高企、环保燃料技术路线存在分歧、全球经济衰退预期等多重因素叠加下，一定程度上抑制了船东的下单意愿，船东观望情绪加重，订单量回落。

新造船订单高端化、绿色化趋势显著，2022 年新船投资额略有增长。新船订单按运输货物分，LNG 运输船、汽车运输船等高附加值船型为主要增长船型，按动力源分，替代燃料绿色动力船舶（如 LNG 双燃料动力船）占比从 30%迅速提升至 60%以上。高附加值船舶占比提升、替代燃料技术支出增加叠加新船造价持续走高，全球新造船投资额达到 1130 亿美元，同比小幅增长 4%。

图 128：历年全球新承接船舶订单情况（以修正总吨计）



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

分船型来看，在造船大周期的上行过程中，由于各类货物海运供需结构存在差异，航运市场结构分化，且造船产能有限，各类船型订单相互挤占船位，呈现各船型订单轮动增长的特征。2021 年集装箱船订单率先起量，2022 年 LNG 运输船主导增长。

集装箱船运价快速回落，需求转弱。2022 年集装箱船订单量转弱，1-10 月集装箱新船订单共 268 万载重吨，同比下降 32%。从集运市场来看，堵港问题有所缓解、商品贸易需求转弱，集装箱运价指数已回落至疫情前水平。

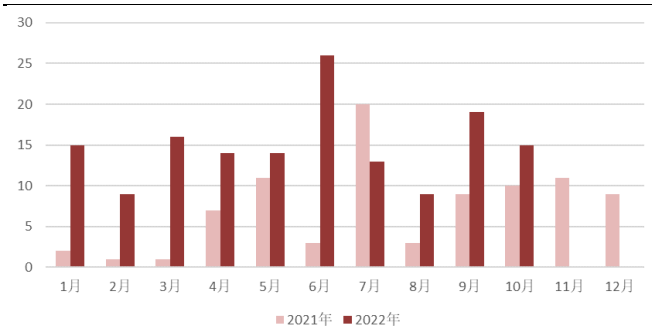
LNG 运输船新造船订单高速增长，中国造船厂获创纪录 LNG 新船订单。2022 年 1-10 月 LNG 新船订单达到 146 艘，同比增长 118%。目前大型 LNG 运输船在手订单 293 艘，运力占比达 48.55%，将在 2024 年开始释放运力。长期以来，大型 LNG 运输船被韩国所垄断，中国市场份额不足 10%。2022 产能供不应求为中国承接订单创造了机会，中国市场份额扩大到 30%。2022 年沪东中华获得了 34 艘大型 LNG 船订单，数量上达到与韩国三大造船集团并列第一梯队。此外，江南造船厂、大船重工、扬子江造船业也相继获得了首制船订单，中国造船业在 LNG 运输船的竞争力持续提升。

油船、干散货船订单持续走弱。截至 2022 年 10 月，油船新船订单共 65 艘 615 万载重吨，同比下跌 69%/70%，散货船新船订单 227 艘 160 万载重吨，同比下跌 60%/62%。2022 年由于俄乌冲突带来原油、成品油贸易路线转变，油船运力趋紧，油运指数持续走高，有助于推动船东下达新船订单。但由于船位紧张，船价较高，环保路线不确定等因素叠加，一定程度上推迟了船东下单时间。

图 129：集运指数基本回落至疫情前水平

资料来源：Wind、招商银行研究院

图 130：2021-2022 全球 LNG 运输船新船订单（艘）

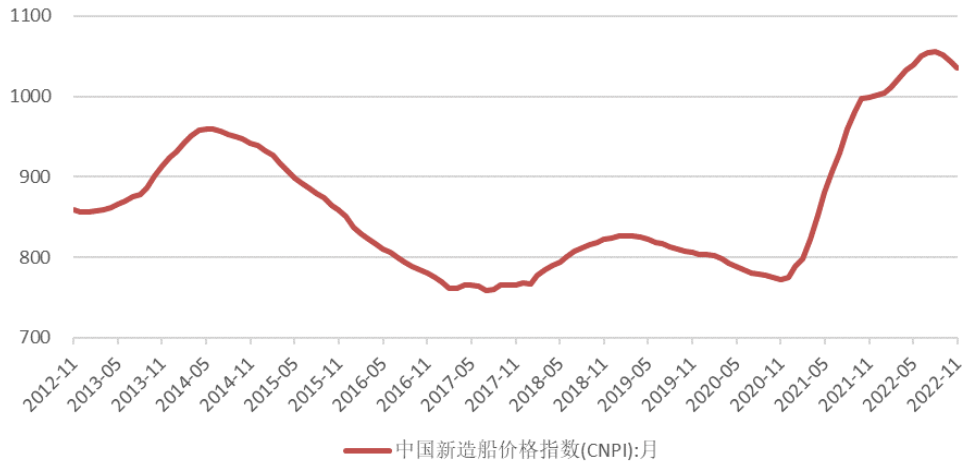


资料来源：克拉克森、招商银行研究院

2022 年造船厂实现收入、利润双增长。2022 年 1-10 月，全国 75 家重点监测船舶企业（其中 50 家为造船企业）实现主营业务收入 2387.9 亿元，同比增长 8.7%；利润总额 37.5 亿元，同比增长 24.2%。造船企业当期确认的收入主要受到当期交付的 2-3 年前新船订单量和价的影响，盈利水平则受 1-2 年前原材料价格以及当期汇兑损益的影响。2022 年确认的收入主要为 2020 年末新造船价格上涨以前的低价新船订单，增速有限；成本端一定程度上受到了

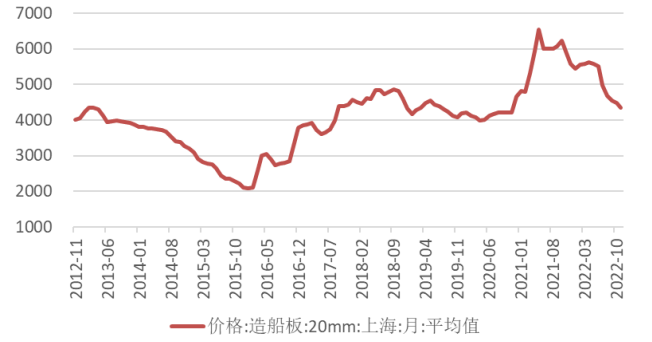
2021 年中以前造船板价格上涨的影响，对盈利水平造成挤压，但得益于 2022 年人民币兑美元持续贬值降低了中国造船厂的汇兑成本，造船厂盈利水平有所回升。

图 131：新造船价格自 2020 年底持续上行



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 132：造船板价格回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 133：人民币持续贬值

资料来源：Wind、招商银行研究院

16.2 展望：2023 年延续震荡筑底，油船有望接力增长，造船企业盈利水平有望持续改善

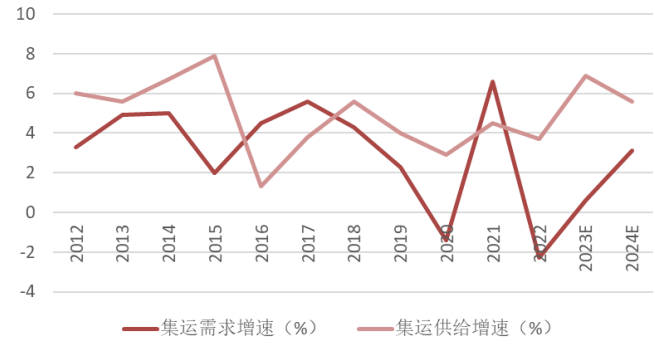
展望 2023 年，新造船市场或将延续震荡筑底。一方面，不确定性因素仍将延续，全球宏观经济增长前景不明朗，全球贸易环境复杂，船位排期较长将持续对新造船市场带来不利影响。**另一方面，2023 年 IMO 环保新规落地，有望加快更新换代需求，对行业形成一定支撑。**EEXI 及 CII 将于 2023 年实施生效，现有船队中仅有不到三分之一的船舶符合要求，其余船舶需要降速航行或直接淘汰更新以满足指标要求，影响现有船队的运营效率和有效运力，有望带动新造船订单下达。

从细分船型市场来看，2023 年新造船市场将持续呈现结构分化特征。

集装箱船存在运力过剩风险，新船订单有限。目前全球通胀压力加大，全球商品需求转弱，供给端过去两年的订单潮将在 2023 和 2024 年陆续交付，全球集装箱船队运力规模预计高增长，存在运力过剩的风险，2023 年新船订单或将持续下降。中期来看，依然存在更新换代、绿色化的需求。后续建议对非绿色动力集装箱船订单业务保持谨慎。

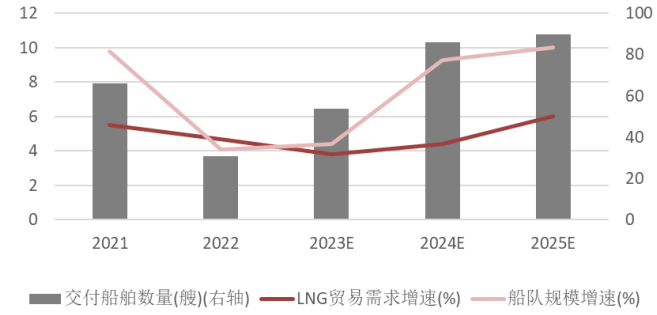
LNG 运输船订单增速或将放缓，中国造船厂市占率仍有提升空间。目前大型 LNG 运输船在手订单 293 艘，运力占比达 48.55%，预计将在 2024 年开始释放运力。需求端，LNG 贸易长期需求持续向好，全球天然气出口项目产能持续扩张，LNG 贸易路线发生重大变化，欧洲需要通过海运进口大量 LNG 以弥补管道气缺口，但受到产能及接收能力限制，近年贸易增速在 4%上下，长期看至 2030 年 LNG 贸易需求年复合增速有望达到 5.5%以上。预计 2023 年仍将持续有新船订单下达，但增速将放缓。中国有望持续抢夺部分新船订单，提高市场占有率，建议跟踪把握高价值 LNG 运输船订单业务机会。

图 134：集装箱船运力供给增速大于需求增速



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

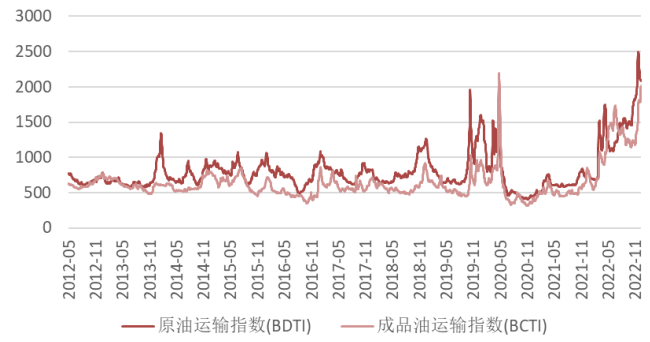
图 135：LNG 运输船交付时间分布及供需增速



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

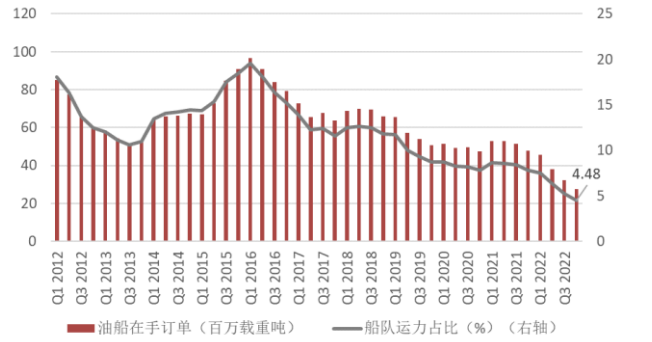
油船补增长预期增强，有望接力增长。目前油船在手订单量处于低位水平，22Q4 在手订单运力占比仅为 4.48%，未来两年新运力供给有限。需求端，全球油运贸易需求预期持续提升，由于俄乌冲突带来原油、成品油贸易路线的改变，平均运距拉长，叠加 OECD 国家补库存需求以及更新换代等因素，油船运力供需增速差持续扩大。2023 年油船运力供给趋于紧张，有望推动油运价格进一步升高，船东盈利水平提升将带动更多新船订单下达，2023 年新船订单补增长预期显著增强，有望接力新船订单增长。

图 136：原油和成品油运输指数持续走高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 137：油船在手订单运力占比处于历史低位水平



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

表 4：油船供需增速表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
原油油船需求增速（%）	2.5	-1.9	-0.9	2	2.7	5.4	2.1	-2.3	-7.6	-1.6	4.9	6	4.6
原油油船船队增速（%）	4.7	1.4	0.4	1.8	5.8	5	0.6	6.5	3.3	1.6	4	1.5	-1.5
增速差	-2.2	-3.3	-1.3	0.2	-3.1	0.4	1.5	-8.8	-10.9	-3.2	0.9	4.5	6.1
成品油船需求增速（%）	-1.8	6.9	-1.2	7.8	2.9	1	2.2	2.6	-8.1	6.9	3.5	7.3	6.9
成品油船船队增速（%）	2.2	2.5	4	5.7	6.3	4.2	1.9	4.8	2.4	2.1	2	-0.8	-2.8
增速差	-4	4.4	-5.2	2.1	-3.4	-3.2	0.3	-2.2	-10.5	4.8	1.5	8.1	9.7

资料来源：克拉克森、招商银行研究院

造船企业业绩释放可期，盈利水平持续上行。2020 年以后的高价新造船订单在 2022 年底开始逐步确认为收入，成本端对应为 2021 年中旬后进入持续下降区间的造船板价格，同时考虑到人民币贬值降低了造船厂的汇率成本，预计 2023 年船舶制造企业将进入业绩释放期，盈利水平相较 2022 年仍有较大的提升空间。

综合来看，2023 年船舶行业发展仍将面临外部环境较强的不确定性，随着航运市场的结构分化，船型订单也将轮动增长。2023 年建议关注油船、汽车运输船、LNG 运输船订单业务机会。**长期来看，中国正处于由造船大国迈向造船强国的转型期，需把握中国船舶工业转型升级的长期趋势。**建议跟踪和布局高附加值船舶（如 LNG 运输船、豪华邮轮等）订单、绿色动力船舶产业链相关公司（包括动力系统、船用电池、LNG 加注船以及岸电设施等）的业务机会。

17. 造纸：底部拐点到来，将逐步开启利润修复

复盘本轮造纸行业周期，2021 年 2、3 季度确认顶部拐点，至今周期下行筑底。核心原因主要是市场需求增速放缓、新增产能陆续投放牵引纸价回落，同时上游纸浆价格仍具备较强支撑，因此行业盈利大幅收窄，周期下行。此外，一系列不可预知因素，如 2021 年底能耗双控限产、2022 年俄乌战争、疫情反复等事件更是加剧了周期演绎，导致当前造纸行业深陷低谷。我们预计周期底部拐点出现在 2023 年 2 季度，市场需求和原料成本压力将边际好转，行业开启盈利修复。

17.1 回顾：2022 年以来，造纸行业收入与成本两头承压

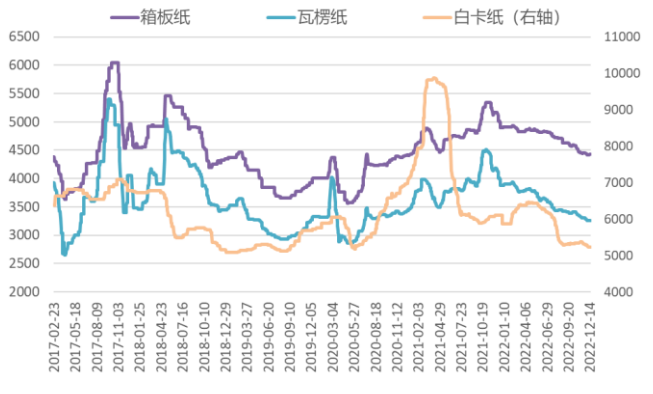
2022 年以来，造纸行业显著承担了 CPI 与 PPI 的“剪刀差”，成本高位叠加纸价低迷，纸企两头承压，甚至出现了纸价与原材料、发电与能源成本的“双重倒挂”，表现用十个字来概括就是“一直在筑底，爬坡难爬起”。

首先，从收入端来看：（1）2022 年受各地疫情反复、封控升级的影响，物流供应链断链、下游企业开工减少、居民消费难见起色，用纸需求偏弱；（2）用纸量高峰回落、库存增加，2021 年下半年以来地产链持续低迷+教培双减影响，文化纸需求大幅回落，旺季不旺、淡季更淡；（3）需求不振、供给宽松（当前行业产能利率用下降与未来 2 年新增产能投放预期），因此**纸价自 2021 年高位回落后缺乏上涨动能**。如下图，截至 2022 年 12 月，大宗纸价格低位徘徊，其中文化纸处于 20～50 分位、白卡纸低于 20 分位、箱瓦纸处于 40～50 分位。

图 138：文化纸（铜板纸、双胶纸）价格走势

资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

图 139：包装纸（白卡纸、箱板瓦楞纸）价格走势

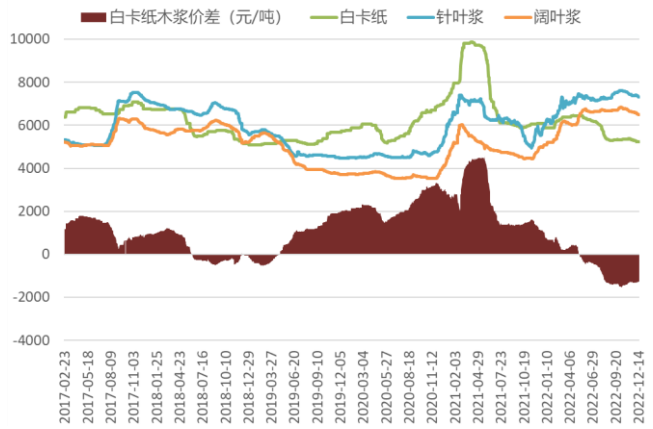


资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

其次，从原材料成本来看：纸浆占造纸成本的 60%～70%，（1）木浆方面：全球供需偏紧支撑木浆价格 3 季度创历史新高。本轮涨价主要源于供应链危机，海外疫后复苏提振需求，但是受俄乌战争影响木材供应和海运物流，以

及欧洲能源价格飙升、芬兰 UPM 罢工、加拿大极端天气造成 Hinton Pulp 减产，主要木浆产能国开工不足，供给受到抑制，纸浆库存大幅下降。**我国木浆进口依赖度超 6 成，**如图 3&4，**国内现货浆价与部分纸种价格倒挂。**如下图，国内针叶浆日度均价站稳 7000 元/吨上方，阔叶浆日度均价不断上涨至 6700 元/吨，分别较年初上涨 18%、30%；（2）废纸方面：如下图，上半年国产废黄纸板、废书页纸分别在 2200 元/吨、2400 元/吨上方高位震荡，直到 7、8 月箱瓦纸淡季价格才有所回调。自 2021 年实行禁废令（外废零进口）以来，国废价格上涨明显。而在国废质量不如外废的情况下，纸厂通常需要掺加木浆和其他高成本浆料，因此进一步拉高了废纸系造纸的原材料成本。

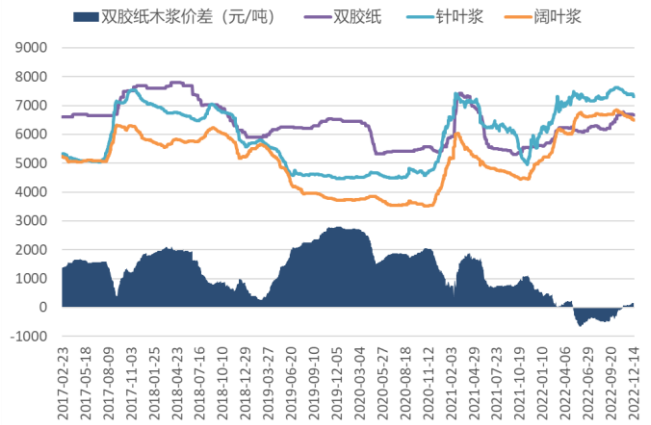
图 140：5 月以来，白卡纸与木浆现货价格倒挂



资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

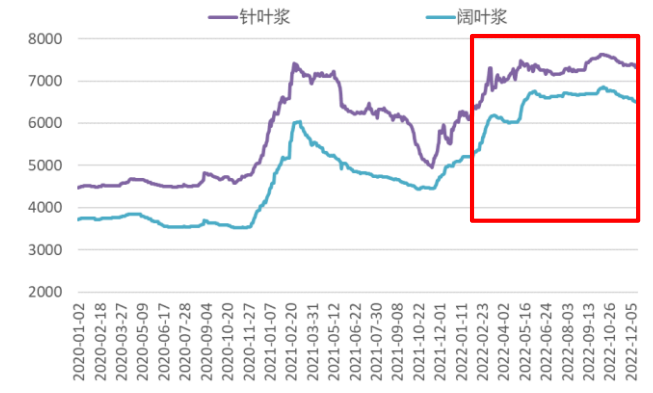
注：白卡纸、双胶纸与木浆价差使用阔叶浆现货价格计算

图 141：5 月以来，双胶纸与木浆现货价格倒挂



资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

图 142：2022 年以来，木浆价格不断攀升创历史新高



资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

图 143：2021 年禁废令后，国废价格维持高位震荡

资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

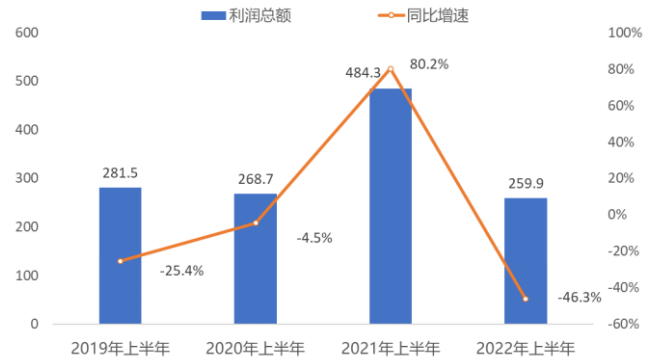
再次，从能源成本来看：煤电、蒸汽以及化学材料占造纸成本的 20%，2021 年下半年以来，我国能源成本大幅上涨。根据环渤海动力煤平均价格测

算，3 月至今煤炭价格较 2021 年同期上涨超 20%，导致**在该价格段自备电厂燃煤发电成本与上网电价倒挂**，因此龙头纸企不得不控煤，通过“仅保证蒸汽所需燃煤，其余采购上网电”来控制成本，或者“峰电自发、谷电采购”进行应对。

最后，需求不振导致纸企产能利用率下降，带来吨纸成本摊升；人民币贬值，造成进口木浆成本抬升等因素，均不同程度抬升了纸企成本端压力。巨大的成本压力下，龙头纸企只能被动涨价。多家造纸龙头发布多轮涨价函，但**受制于下游需求不振，提价落实较弱，纸价上涨远不能覆盖原材料、能源成本的上涨幅度**。多重因素共同导致 2022 年行业“一直在筑底，爬坡难爬起”。

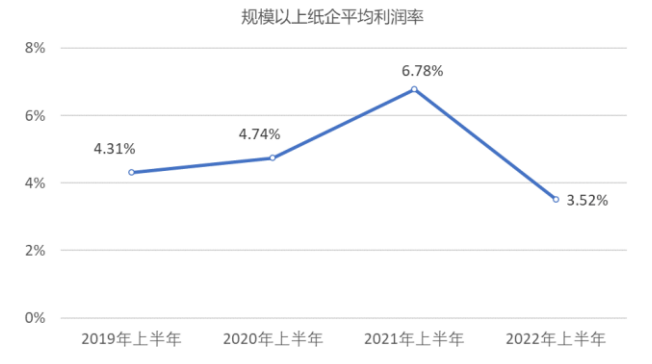
市场需求与纸价低迷、原材料与能源价格高位，造纸行业盈利大幅下滑。根据国家统计局数据，2022 年上半年规模以上纸企整体营收 7374.6 亿元，同比增长 2.5%；实现利润总额 259.9 亿元，同比大幅下降 46.3%；规模以上纸企平均利润率下降至 3.52%，利润率与利润总额同为最近 4 年同期新低。根据中国造纸协会统计，2022 上半年全行业 7357 家制浆造纸及纸制品企业中，有 2064 家亏损，行业亏损面近 30%。

图 144：上半年规模以上纸企利润总额下降 46.3%



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

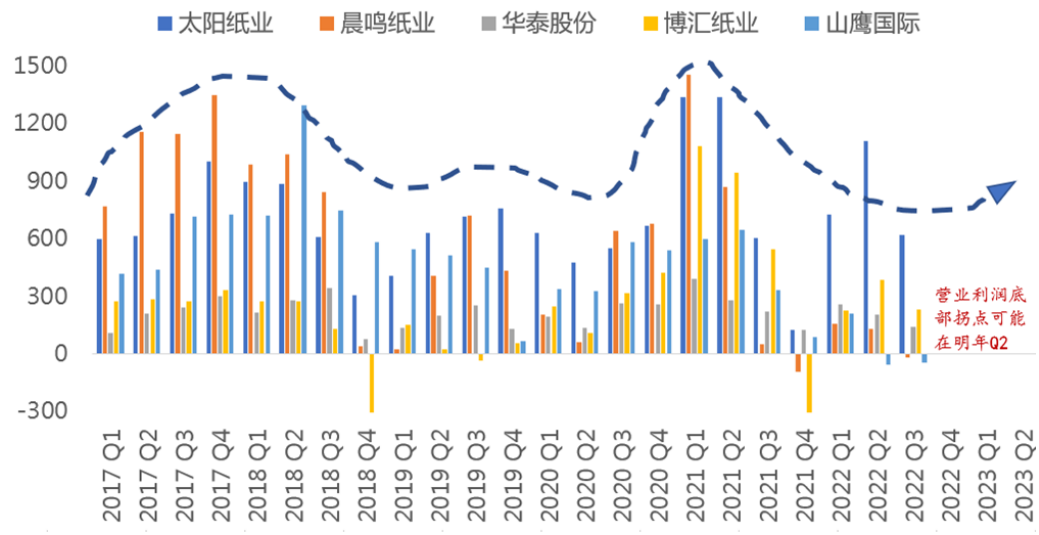
图 145：规模以上纸企平均利润率近 4 年同期最低



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

造纸行业周期下行压力大，大部分纸企盈利陷入低谷。如下图，根据我们整理的龙头纸企单季度盈利变化趋势，可以直观反映造纸行业的周期波动。**本轮下行周期，从 2021 年 3 季度开始至今，龙头纸企单季度营业利润快速收窄，目前仍处于筑底阶段，底部拐点可能在 2023 年二季度出现。**龙头纸企前三个季度大都表现为“增收不增利”，晨鸣纸业、山鹰国际、博汇纸业、宜宾纸业、华泰股份、岳阳林纸半年报营业利润分别同比下降 87.8%、87.7%、69.9%、51.1%、30.9%、5.4%。

图 146：造纸行业代表性上市公司营业利润变化趋势显著反映周期下行



资料来源：公司财报，招商银行研究院

实际上，除了像太阳纸业等头部大厂因为布局上游林浆生产以及储备部分便宜长协木浆库存尚可盈利以外，行业内大量中小型纸企上半年已经陷入亏损。同时承受原料涨价和需求变差的双重压力，大多中小纸企通过停机来缓解库存压力（主动去库存），有的在持续亏损后永久退出，**行业正在出清这部分产能**。

17.2 展望：短期行业迎来底部拐点开启利润修复，中长期重回上行周期但需谨慎

短期（1 年内），行业是筑底+修复逻辑。

2022 年底前，造纸行业仍将处于最困难的筑底时期。国内消费市场低迷、下游需求疲弱仍将持续。同时高价纸浆及其库存，会持续体现在成本端，对行业盈利进一步挤压。根据行业协会数据，4 季度国内纸浆港口库存处于三年来偏低的水平，全球原材料供应仍未见明显好转，纸浆价格维持高位。同时，受 2022 年夏季我国遭遇极端干旱与炎热天气影响，能源价格高位运行，各地用电压力大，不得不限制工业用电，对行业开工率造成负面影响。

预计底部拐点可能出现在 2023 年上半年，市场需求和原料成本压力将边际好转、纸企盈利开启修复。判断依据基于（1）十月国家重要会议结束后，稳增长、刺激消费等措施逐步落地，有助于下游需求复苏，对纸价上涨形成支撑；（2）原材料端，前期因意外因素导致停工减产的海外制浆产能陆续恢复，并且 2022 年 4 季度全球纸浆龙头 Arauco 将在智利投产 156 万吨漂白桉木浆新产能，有望缓解全球供需偏紧的局面。宏观面美联储持续加息将压制全球大宗品价格，木浆和能源价格预计震荡回落。国内需求不振、纸企盈利低点，难以支撑内盘浆价继续上涨。如下图，纸浆主力期货 SP2301 报价高位回调超

10%，后市木浆现货价格有望下行；（3）行业层面，纸企也在积极自救，比如联合发布涨价函、控制开工率（停机检修、降车速、转产）、开拓海外市场增加纸品出口（根据造纸协会数据，2022 年上半年，纸及纸板出口量 419 万吨，同比大幅增长 62.1%）等。

图 147：纸浆主力期货合约价格回调预示后市走低

资料来源：Wind，招商银行研究院

表 5：未来 3 年新增规划产能，白卡纸有过剩可能

单位：万吨	2022年产能	2023-25年龙头公司新增规划产能	新增产能占比
白卡纸	1537	1049	68.2%
文化纸	2178	105	4.8%
箱板瓦楞纸	7667	505	6.6%
生活用纸	1867	225	12.1%
合计	**13249**	**1884**	**14.2%**

资料来源：招商银行研究院整理

注：2022-25 年十余家龙头公司新增规划产能详见附录 1。

中长期（2-3 年），行业周期将重新上行，随着中小落后产能出清和准入门槛提高，行业集中度将持续提升。

原材料木浆供给恢复平衡，生产成本曲线下移是周期上行的基础。未来 2 年，全球纸浆巨头新增产能较多，其中规模较大的有：2023 年，UPM 乌拉圭浆厂投产 210 万吨阔叶浆项目、Paracel 巴拉圭浆厂投产 150 万吨桉木浆项目、CMPC 巴西浆厂升级新增 35 万吨木浆产能；2024 年，Suzano 巴西浆厂、Euca Energy 巴西项目预计分别新增 255 万吨、210 万吨木浆产能。尽管产能释放进度可能偏慢，但未来 2-3 年，造纸行业原材料成本压力将得到极大缓解，为周期上行创造条件。

纸价压力主要来自过去两年纸价高位时，吸引头部纸企投资扩产，这些新产能将在 2023—24 年陆续投产，导致部分纸种存在产能过剩隐忧。本轮周期筑底过程中，随着中小纸企亏损退出，行业在逐步出清，静态产能减少、供给向头部纸企集中，供需格局改善。一旦下游需求回暖，龙头纸企议价能力将显著提升，但提价是否顺利还需要看动态产能（新增产能情况）。根据我们梳理，未来 2-3 年，十余家龙头纸企新增规划产能占行业现有总产能的 14.2%，考虑到**需求端纸品国内消费增速平稳、出口增速向上的消化能力，供给侧有中小产能退出拉低产能净增长，行业整体供需处于合理平衡区间**。但是细分纸种中，白卡纸市场集中度较高（CR3＞70%），龙头纸企新增产能投放占比达到 68.2%，存在产能过剩的风险。

值得注意的是，规划产能并不意味着最终落地。根据我们实际调研情况来看，造纸产能从规划到真正能落地的过程中存在太多不确定性，仅手续就包含政府审批、环评、能评、排污许可、能耗指标、碳排放指标等。尤其近两年各省能耗指标都非常紧张，甚至有的地市十四五期间工业生产的能耗指标已经全部分配完没有剩余，而规划新增产能拿不到指标就没有办法开工，很可能会直接终止。因此需要我们密切跟踪行业未来两年实际落地产能情况，来观察周期上行动能。

结合各纸种实际的扩产融资需求和我行风险收益比，自上而下选择未来需求增长较快、新增产能投放有序、行业竞争格局有进一步提升的赛道，**综合排序为：特种纸＞箱板瓦楞纸、生活用纸＞双胶纸、铜版纸＞白卡纸。**具体的目标客户为：聚焦穿越周期的龙头纸企。每轮周期下行都会出清中小产能；行业资金、环保、能耗、碳排放门槛提高；新增产能主要集中在龙头纸企手中——行业集中度将不断提升，最终走向寡头垄断的竞争格局。龙头纸企凭借规模优势、成本优势、产品优势、人才与研发优势穿越周期。

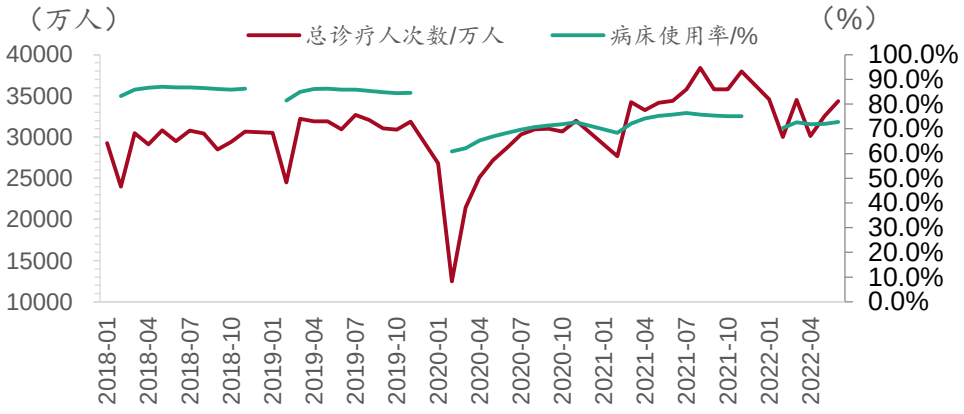
业务建议：建议我行密切关注龙头纸企经营资金周转和扩建产能的融资需求，在行业下行期加深合作，提升我行在龙头纸企授信银行中的份额，打造穿越周期的银企合作。具体授信品种方面，除了固贷、流贷以外，建议关注上下游贸易融资需求以及外汇相关业务。

➢ 消费及服务

18. 生物医药：疫情扰动趋弱下，积极把握行业成长机遇

2022 年，由于 omicron 变异株影响，国内疫情新增病例较前两年大幅增长。在“外防输入，内防反弹”和“动弹清零”政策的共同影响下，医院诊疗人数较 2021 年有了较为明显的减少，而病床使用率自新冠疫情后一直处于低位。疫情压制下也使得生物医药各子行业的景气度差异较大。此外，我国医药行业本来就属于政策敏感型，采集常规化、创新药临床指导原则和中药、创新药等子行业十四五政策规划出台后，各子行业营收和投融资情况也有了极大的变化。2023 年，随着国家疫情防控持续优化，短期内，新冠确诊人数激增会带动感冒相关药物、抗原、口罩等防疫产品的高需求，医疗可能受到一定冲击而药店作为直接受益渠道，业绩有望快速提振。中长期来看，随着感染高峰过去，生活逐步恢复常态化。2023 年二季度后，医院诊疗人数和病床使用率有望逐步回归 2019 年的情况，诊疗量恢复带动相关药品、器械产品使用量恢复。另一方面，在医保控费政策持续优化下，集采规则日益完善，集采对仿制药和高值耗材的影响边际减弱。具体子行业来说，2023 年度生物医药板块中，营收和利润将有明显改善或增速提升的子行业包括：**仿制药、原料药、疫苗、医疗耗材、民营医院**。营收和利润持续高增长的子行业包括：**医疗设备、医药外包服务（CXO）、生命科学上游**。行业内公司会出现分化的包括：**创新药和体外诊断（IVD）**。而**第三方检验（ICL）**受防控措施改善影响明显，2023 年业绩承压。

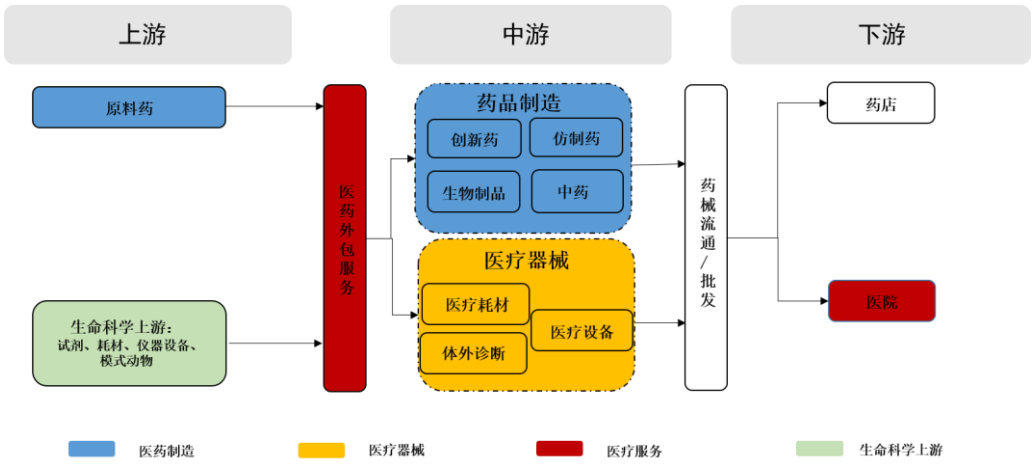
图 148：2018 年至今医院总诊疗人次和病床使用率



资料来源：卫健委，wind，招商银行研究院

医药行业子行业众多，大致可以分为医药制造、医疗器械、医疗服务、生命科学上游和医药流通和药店五类。

图 149：生物医药上下游产业链情况



资料来源：招商银行研究院

18.1 医药制造：疫情和政策影响边际趋弱，优质创新再出发

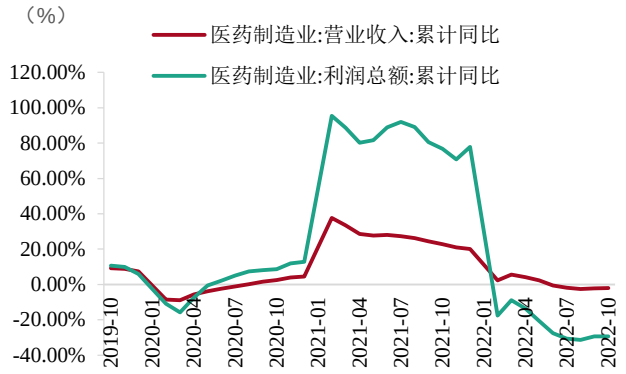
2021 年 Q2-Q3 国内外疫苗需求量较大、产销两旺，国内医药制造业的营收和利润总额增长强劲，从而导致基数较高。2022 年，受到 2021 年高基数的影响，营业收入和利润总额累计同比下降明显，尤其是随着疫苗采购价格的下降，利润总额同比下降快于营业收入。2023 年，随着高基数的影响逐步降低，而开放又会带来疫情相关药物销量的快速上涨，从而带动医药制造业营收和利润同比恢复增长。

药品国内销售，虽然 2022 年上半年偶发疫情封城对药品销售造成一定影响，但上半年整体形势可控，而随着老龄化对于药品的需求增加，2022 年上半年国内药品销售额 8670 亿元，同比仍保持 1.7%增长。下半年，疫情迅速蔓延，在“动态清零”的大背景下，国内各主要城市都经历了不同时长的封城，尤其是北方地区，城市各主要医院也将更多精力用于收治新冠患者。我们推测下半年的药品销售同比下降较快。但随着十一月 20 条防疫优化政策出台和后续一系列优化措施出现，由于国内大规模感染新冠，推动感冒药物销售快速增长，11 月和 12 月国内药品销售市场预计回暖明显。预计全年来看，整体销售额预计与 2021 年持平或略有下降。

展望2023年，后疫情时代到来，医疗诊疗量将出现明显恢复。在经历一波感染高峰后，预计二季度后手术和麻醉用药短期弹性较大，刚需药品仍将保持原有趋势。创新药行业仍存泡沫，研发从单纯数量堆积向高质量研发转向，而企业也将出现分化，并购潮或将出现。仿制药行业集采进度过半，集采规则日益完善，部分头部企业已经基本完成转型，2023 可成为业绩转折期。原料药行业处于长期发展中，上游成本增加使得业绩短期承压，但随疫情影响缓和，

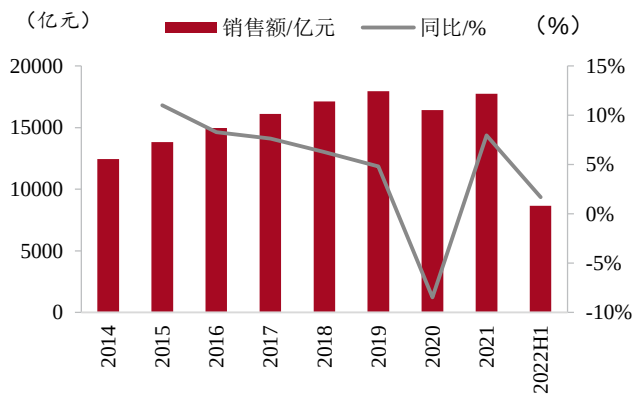
企业盈利能力将有所提升。疫苗行业中，新冠疫情影响边际趋弱，民众接种意识提升带来其他疫苗产品发展机遇。

图 150：医药制造业营收和利润情况



资料来源：国家统计局，wind，招商银行研究院

图 151：2013-2021 国内药品销售情况



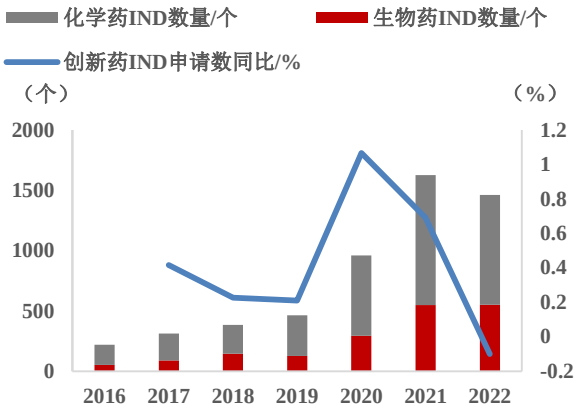
资料来源：米内网，招商银行研究院

创新药研发从单纯数量堆积向高质量研发转向，而企业也将出现分化，并购潮或将出现。近年来，随着新药审评政策的逐步推进，国产创新药研发进入快车道。国产创新药临床申请数逐年增高，国产创新药也进入收获期，2021 年首次获批上市新药（不含中药、疫苗）数就已经达到 44 个，为近年最高。但是国内创新药短期研发扎堆较为严重。2021 年 7 月，CDE 发布了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》提出，以临床价值为导向，科学推进抗肿瘤药物研发，临床研究审批趋严，市场热度逐渐冷却。2022 年，在疫情的扰动下及政策的压力下，截至 2022 年 12 月 13 日，据 Insight 数据来看，国产创新药临床申请数同比 2021 年整年降低 10%，2022 年全年来看，数量应该还是略有下降。创新药行业比拼 pipeline 大而全的方式已经逐步被放弃，市场的选择也从单纯的数量逻辑向高质量研发转化。而 2022 年首次获批上市新药（不含中药、疫苗）数则是 28 个，相比 2021 年也有所下降。

从融资市场来看，2022 年创新药行业热情退却明显，根据动脉网的每月融资情况来看，国内创新药市场无论是融资金额还是融资数量均较 2021 年有较大幅度下滑。一级市场投资机构对于创新药领域越发谨慎，虽然大家仍然看好创新药的未来，但研发扎堆和医保支付体系的压力下，创新药行业短期仍存泡沫，融资市场的艰难可能仍将持续 1-2 年。因此，未来创新药行业的企业仍会出现分化，一方面，产品差异化优势明显、创新药上市时间较早、成本控制能力强、销售能力较高的企业有望在国内市场扩大优势，尤其是有差异化产品的企业，如康方生物、荣昌生物等。而随着国内一些 BIC 或者 FIC 的产品逐步走出国门，国际化仍是头部 biotech 企业的快速发展之路，如百济神州、传奇生物等。同时，仿创转型企业已经逐步有产品矩阵上市，创新药占比逐步增加，也可以缓解仿制药集采对业绩带来的一定冲击。而随着医保对于创新与简易续

约规则的出差，药企增量逻辑更加清晰。另一方面，未上市或者账上资金不足的创新药企业，短期仍然需要储备足够粮食过冬。2021 年无论是二级市场还是一级市场，创新药企估值都有了一定下降，但随着融资端持续遇冷和企业账上资金的进一步消耗，预计估值还能有进一步下降空间，现金流优异的企业头部企业可能会出手并购产品或者公司，2023 年可能会出现更多并购机遇。

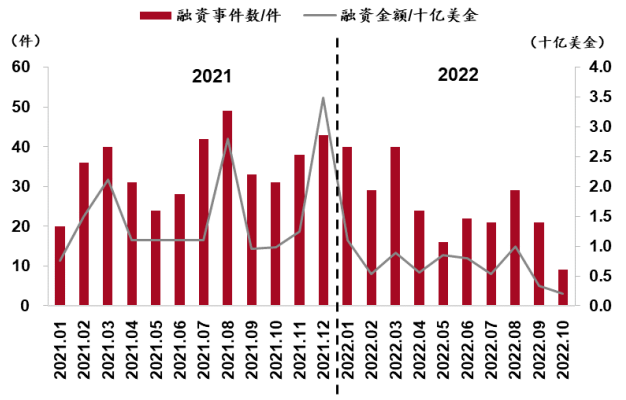
图 152：2016-2021 年国产创新药 IND 申报数



资料来源：Insight 数据库，招商银行研究院

备注：截至 2022 年 12 月 13 日

图 153：2021 至今国内创新药投融资情况



资料来源：动脉网、招商证券，招商银行研究院

仿制药集采进度过半，集采规则日益完善，部分头部企业已经基本完成转型。从 2018 年“4+7”集采以来，国家药品集采历经 4 年探索，常态化格局已经形成。2022 年由于国内疫情频发导致国家集采速度放缓，全年只进行了一次国家级带量采购。节奏放缓也给了更多企业入场券的机会，第七批国家集采的 61 个品种超过 13 个产品超过 10 家过评，集采竞争激烈。根据 2021 年 9 月发布的《国务院办公厅关于引发“十四五”全民医疗保障规划的通知》，要求“到 2025 年各省国家和省级药品集中带量采购品种达 500 个以上，而目前 7 批集采后，已经覆盖了超过 300 个药品，仿制药集采进度过半。而从产品种类来看，国家集采已经在 2021 年底对胰岛素（生物药）进行集采，那么 2023 年一些竞争充分的生物类似药、中成药肯定将纳入集采范畴。从集采规则来看，在华北制药集采断供事件发生后，供应链安全成为集采的核心话题之一。国家集采规则已逐步完善，不再单一依靠价格竞标，企业的供应能力、产品质量、临床使用需求也被综合考虑。第七批采购更是加入“替补机制”保证供应链稳定。

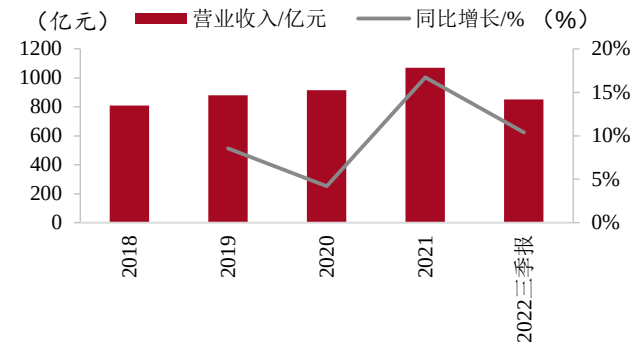
集采对于企业的影响呈现两面性，产品结构单一、市场占比高、海外出口量小的企业受到集采的负面影响最大。而产品结构丰富、成本控制能力优异、产品刚刚获批、海外出口量高的企业则抵御风险能力更强，甚至受益于集采政策。在集采的推动下，部分头部企业也基本完成创新转型。由于仿制药集采优先对于医保占比高的、临床需求强的，竞争激烈的大品种进行集采，在目前的

情况下，部分传统药企仿制药大品种集采压力已经出清，收入和利润已降至较低基数。2023 年对于部分头部仿制药企业可能会成为业绩的转折之年，在较低基数的带动下，优质的仿制药企可以通过低成本制造能力和专利化布局能力、辅以创新药营收不断增长，重新迎来业绩增长。

原料药行业处于长期发展中，上游成本增加使得业绩短期承压，但随疫情影响缓和，企业盈利能力将有所提升。原料药是我国医药制造业中国际化策略进行的较为完善的子行业，我国目前已经是全球最大的原料药产地，但产业结构仍以技术壁垒低的大宗原料药为主。需求端来说，老龄化趋势、重磅原研药的专利悬崖、带量采购政策的常态化推进均提升了特色原料药的市场需求。2021 年发布的《关于推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》政策也对原料药产业未来发展高附加值高成长性品种、绿色生产等指明了方向，原料药市场向高端原料药产业升级需求日益明确。从竞争格局看，由于基础化工产业完备带来的成本优势以及国内企业技术提升等因素，全球供应市场向亚太转移，国内行业集中度提升。在政策的加持下，原料药领域的龙头企业有望借助工艺技术、设备升级、客户口碑等进一步完成产业升级。此外，在国内仿制药集采常态化加速化的趋势下，原料药厂商的话语权加重，集采降价也天然有利成本优势大的原料-制剂一体化厂商。另一方面，原料药企业向 CDMO 业务的拓展，效果显著，规模普遍迅速做大。

疫情发生后，受国际供应链紧张的问题影响，中国化工产品价格指数、中国出口集装箱运价指数长期处于高位，上游成本高企挤压了原料药企业的利润，尤其是 2021 年，虽然营收同比增长 16.7%，但净利润同比下降 8.6%。2022 年，上游成本压制因素依然存在，但随着创新药大品种专利到期释放的原料药需求和特色原料药企业向 CDMO 业务拓展，2022 年前三季度，原料药企业营收同比增长 10.4%，净利润也同比增长 4.0%，较 2021 年有一定好转。展望 2023 年，随着防疫措施优化，疫情影响边际减弱，一方面原料药企的 CDMO 业务有望继续保持高增长、企业出海和制剂一体化战略仍将持续带来收益。另一方面，上游化工产品价格和集装箱运价下降，也将降低原料药企业成本，提升企业盈利能力。

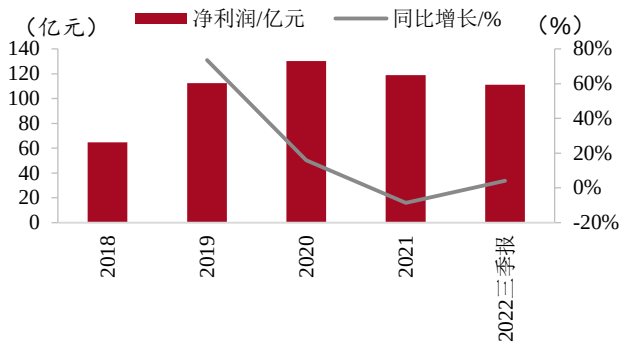
图 154：2018-2022 前三季度原料药企业营收情况



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：SW 原料药，纳微科技属于生命科学上游，因此去除

图 155：2018-2022 前三季度原料药企业利润情况



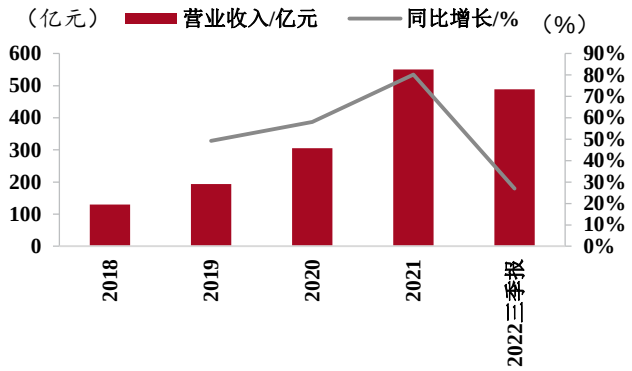
资料来源：wind，招商银行研究院

备注：SW 原料药，纳微科技属于生命科学上游，因此去除

疫苗：新冠疫情影响边际趋弱，民众接种意识提升带来其他疫苗产品发展机遇。新冠疫情期间，我国疫苗产业得到快速发展。一方面，新冠疫苗的迅速研发成功生产证明了我国疫苗企业生产能力趋于成熟。从 2021 年开始，以科兴、国药、康希诺、智飞、康泰为代表的企业业绩增长明显。2022 年虽然多地疫情散发反扑推动新冠疫苗同源或序贯接种。但总体来看，相比于 2021 年，新冠对疫苗企业的影响逐步趋弱。随着接种量和供应价格的下降，2022 年前三季度国内新冠疫苗产品营收和利润的增速下降较为明显，但由于新冠病毒的高变异性，国内对于新冠疫苗仍有一定需求。2022 年，国内又紧急批准了丽珠生物、康希诺、万泰生物、三叶草生物、神州细胞等公司的多个疫苗作为贯序接种方案，国内新冠疫苗短期内供应较为充足。未来，除非新冠疫苗向流感疫苗方式转变，每年更新接种，否则向 2021 年的超高业绩难以再现。但是考虑到，2022 年新冠疫苗企业的业绩已经出现明显下滑，业绩基数较低。此外，民众接种意愿的提升助力消费类疫苗产品渗透率提升，头部企业核心单品销售量持续提升带动疫苗企业业绩受到新冠疫情的影响边际趋弱。

展望2023年，虽然整体新冠疫苗的机会相对不多，但对于一些刚刚获批进入市场的企业，仍有一定的业绩带动。同时，随民众接种意愿提升，重点可以持续关注各企业消费类疫苗上市放量机会，如 HPV 疫苗、13 价肺炎疫苗、流感疫苗等。长期来看，新冠给予了疫苗企业快速发展机会，为头部企业提供了充足的现金流保障后续研发需求。但也放宽了疫苗企业入局的要求，传统疫苗赛道逐步拥挤。而根据《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，逐步将安全、有效、财政可负担的疫苗纳入国家免疫规划。国家免疫规划对于企业的定价势必会形成一定压制，头部企业需要抓紧时间窗口，尝试出海抢占市场。而对于一些新冠后迅速发展的创新疫苗企业来说，技术将是未来的核心竞争力，新冠加速审批周期结束后，疫苗研发和审批周期长的问题再次显现，如何加快研发，争取更多产品上市并发展自有销售渠道将成为核心问题。

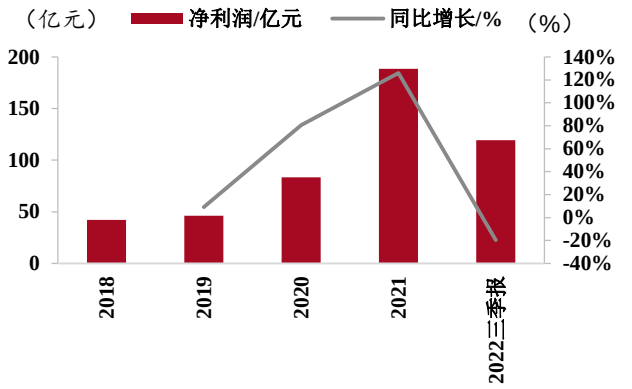
图 156：2017-2021 前三季度上市疫苗企业营收情况



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：分类采用 SW 疫苗，华兰生物和辽宁成大的疫苗板块已单独上市，因此除去

图 157：2017-2021 前三季度上市疫苗企业利润情况



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：分类采用 SW 疫苗，华兰生物和辽宁成大的疫苗板块已单独上市，因此除去

18.2 医疗器械：疫情促使体外诊断企业分化，政策强力推动医疗设备国产替代潮

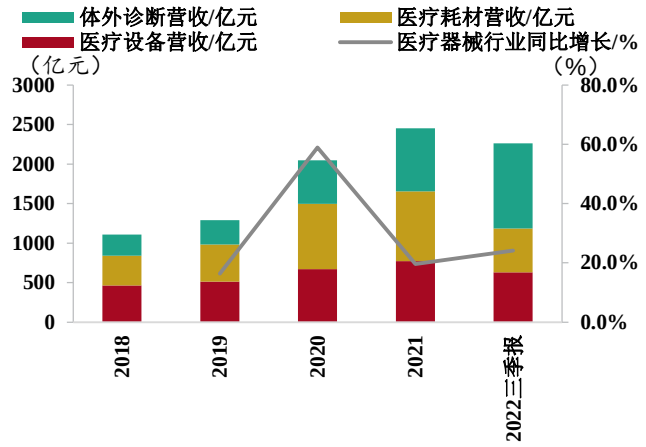
医疗器械可分为医疗设备、医疗耗材（包含高值耗材和低值耗材）、体外诊断三大类。长期来看，我国医疗器械产业高速发展期中，根据《中国医疗器械蓝皮书（2020）》，2014-2019 年间，我国医疗器械行业规模由 2556 亿元增长至 6341 亿元，复合增速达 19.9%。2017-2021 年医疗器械生产企业数量逐年攀升，2020 年由于新冠疫情的出现，我国医疗器械生产企业同比增加 46.5%，行业景气度也明显提升。虽然短期内，集采对于医疗器械行业的冲击相对较大，但考虑到我国医疗器械各子板块的国产化率大部分仍不足 30%，在医保控费的大背景下，国内替代机遇出现。集采在一定程度上有利于推动国产医疗器械的市场占有率提升。

2022 年，随着 omicron 变异株的进一步发展，疫情迅速反复，推升体外诊断企业营收的快速增长，也是医疗器械行业 2022 年的主线。从申万医疗器械（2021）上市企业分类来看，整个行业前三季度营收增长 26.1%，医疗设备和体外诊断企业营收占比提升较快，而医疗耗材受制于集采影响和国外疫情缓和带来的低值耗材价格回落，前三季度营收负增长。

体外诊断：疫情和防疫政策变化推动体外诊断企业业绩分化。体外诊断行业在 2022 年一方面受益于国内疫情反复，全国核酸检测行业的火热需求，一方面受益于年初海外疫情带来的抗原检测盒需求旺盛。SW 体外诊断（2021）2022 年前三季度营收同比增长 88.5%，利润更是增长了 130.3%，行业景气度高涨。展望 2023 年，国内疫情管控不断优化，核酸检测需求逐步向自主抗原检测转变。但总体来说，2022 年全民核酸检测的高频率高需求带来体外诊断

行业业绩的高基数难以持续，2023 年新冠核酸检测受益的体外诊断公司业绩会有较大下滑。抗原检测企业业绩将有较大保障。

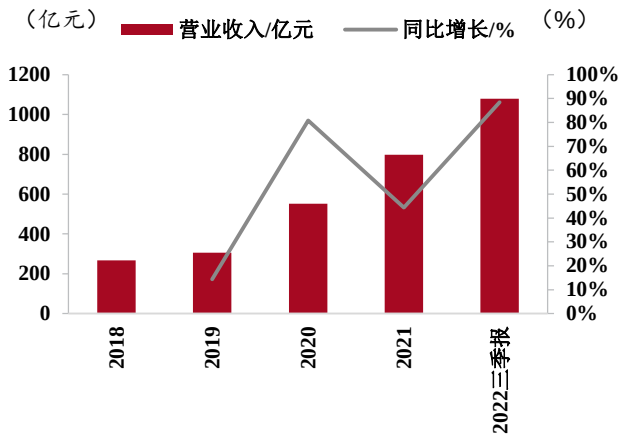
图 158：2018-2022 年前三季度医疗器械企业营收情况



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：分类采用 SW 医疗器械（2021），海尔生物、东富龙和楚天科技属于生命科学上游，因此除去

图 159：2018-2022 前三季度体外诊断企业营收情况



资料来源：wind，招商银行研究院

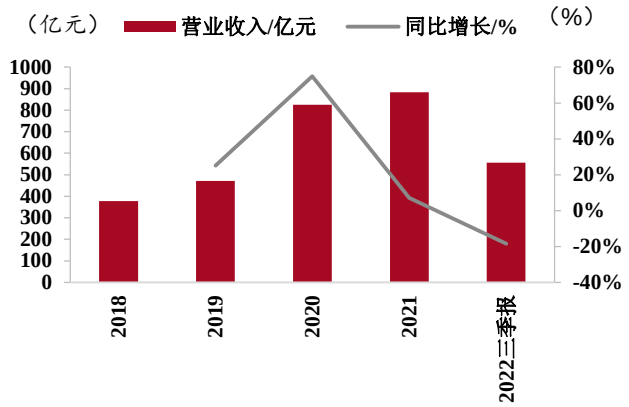
备注：采用 SW 体外诊断（2021）分类

医疗耗材：集采政策边际放松，疫情影响逐步降低有望提升耗材用量。医疗耗材行业主要分为高值耗材和低值耗材两块。2022 年高值耗材行业主要受制于集采政策压制，产品价格降价幅度过大导致营收出现一定压力，利润端体现的更加极致。而低值耗材领域，由于 2020-2021 年两年国内外疫情带来的防疫用品需求高涨，而产能相对不足，产品价格高企。而在 2022 年，虽然疫情反复使得需求仍在，但产能供给缓和带来价格下跌，也使得英科医疗等企业业绩下滑。SW 医疗耗材（2021）2022 年前三季度营收同比降低 18.5%，净利润更是同比降低 60.0%。整体来看，对于高值耗材来说，常态化集采大方向不变，但是随着集采的不断摸索，降价幅度边际缓和。2022 年下半年陆续出台的国家级骨科脊柱类耗材集采文件、省级联盟电生理耗材集采文件、冠脉支架续约方案均在一定程度显示了政策边际放松的信号，而由于我国大部分高值耗材国产化率低的特点，集采对于企业业绩的压制会逐步降低。另一方面，随着疫情影响逐步降低，手术量有望恢复带动高值耗材用量提升。此外，由于集采的压力，头部企业也加大研发力度，推出了更多创新器械形成新的业绩增长点。因此，展望 2023 年，高值耗材领域景气度有望企稳回升。

医疗设备：国产替代浪潮，政策强力推动。医疗设备板块迎来国产替代机遇。国内医疗设备大部分产品仍是进口产品为主，近年来一方面受益于企业长期技术沉淀带来的技术能力提升，另一方面在政策的强推动下，各项支持采购国产医疗设备的政策频出。而在新冠疫情期间由于国际供应链紧张，给予了头部企业快速出海抢占国际市场的机会，国内医疗设备板块一直处于快速发展中。

2022 年前三季度 SW 医疗设备（2021）营收同比增长 10.6%，利润同比增长 19.0%。2022 年 9 月，为了进一步提升国内医院医疗设备质量，卫健委发布了财政贴息贷款购置医疗设备相关建议的通知，据迈瑞医疗预计，将在全国范围内带来约 2000 亿元的医疗设备贷款需求。而随着国内疫情管控措施逐步优化，2022 年 11 月卫健委要求定点医院 ICU 床位达到 10%，从而将带动 ICU 相关设备企业受益。因此，2023 年医疗设备行业在政策的强力推动下，业绩有望快速提振。

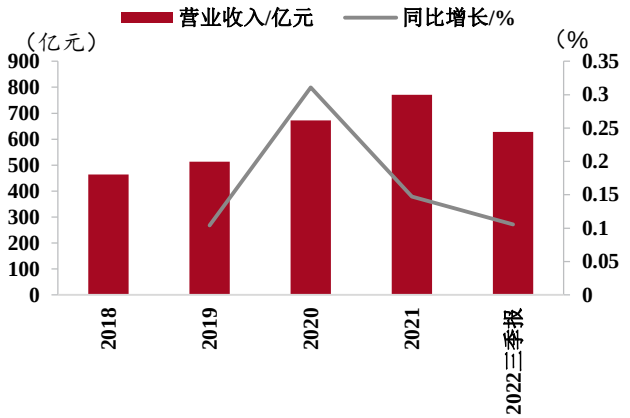
图 160：2018-2022 年前三季度医疗耗材企业营收情况



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：采用 SW 医疗耗材（2021）分类

图 161：2018-2022 前三季度医疗设备企业营收情况



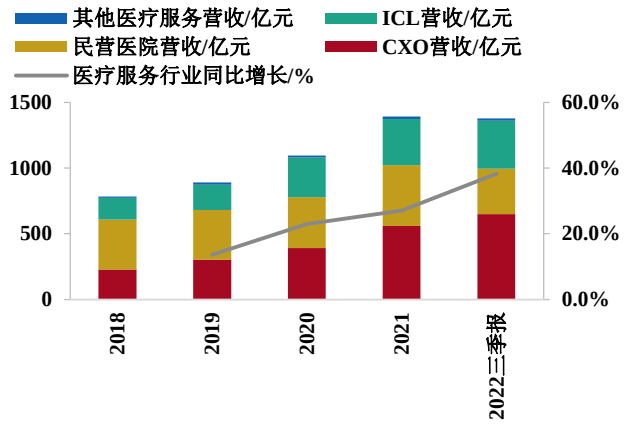
资料来源：wind，招商银行研究院

备注：分类采用 SW 医疗设备（2021），东富龙和楚天科技属于生命科学上游，因此除去

18.3 医疗服务：CXO 行业处于快速增长期，民营医院和 ICL 板块受疫情变化影响明显

医疗服务包括药械研发生产外包服务（CXO）、民营医院、第三方检测（ICL）和其他医疗服务等。2022 年前三季度行业受疫情干扰较大，受益于 CXO 和 ICL 行业的营收的快速增长，医疗服务行业整体营收增长迅速，2022 前三季度营业收入同比增长 38.2%。

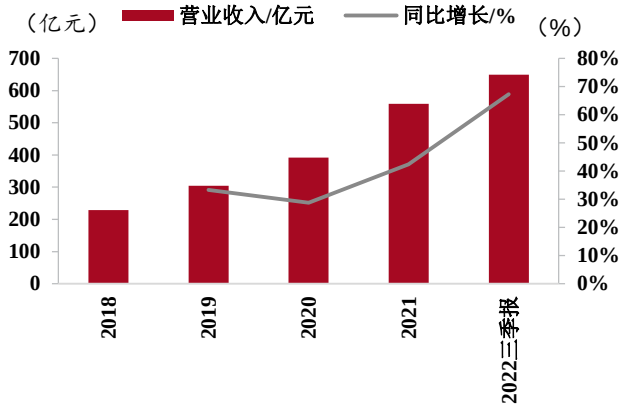
图 162：2018-2022 年前三季度医疗服务企业营收



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：采用 SW 医疗服务（2021）分类

图 163：2018-2022 前三季度 CXO 企业营收情况

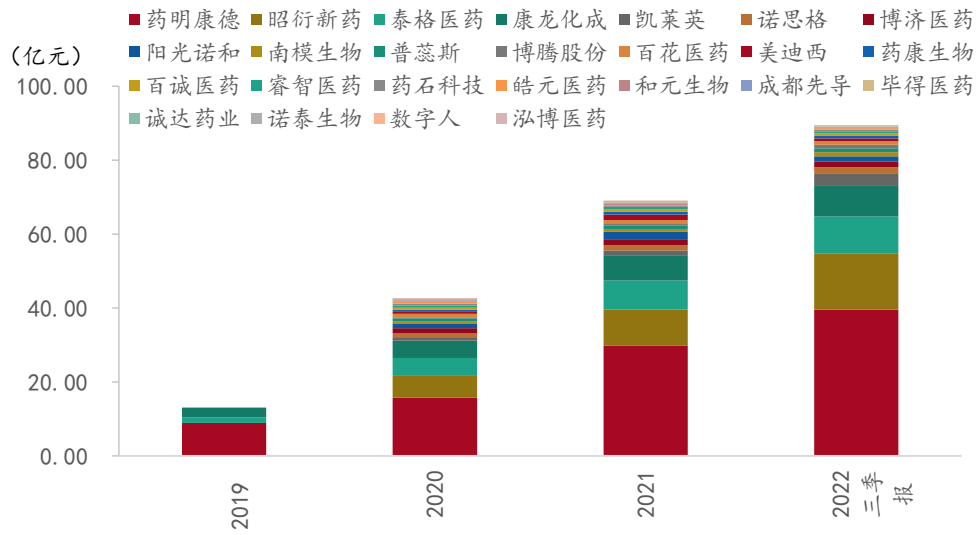


资料来源：wind，招商银行研究院

备注：采用 SW 医疗研发外包（2021）分类

CXO：成长趋势不变，头部企业业务布局完善，随着产能逐步释放确定性更强。CXO 行业持续受益于全球医药制造产能向中国转移，2022 前三季度营业收入达到 649.3 亿，同比增长 67.3%，在整个医药子行业中增速最快。尤其是以药明康德、凯莱英、博腾生物为代表的 CDMO 企业，受益于小分子新冠药物订单的快速增长，2022 年景气度高涨。虽然 2022 年受到下游创新药投融资遇冷、药明生物被美国商务部列入未经核实名单，中美关系摩擦等问题，引发大家的担忧。但回顾 2022 年 CXO 行业的情况，企业的发展受到的影响并不大，这也侧面印证了国内 CXO 行业的工程师红利仍在，全球产业链向中国转移的趋势不变。展望 2023 年，我们认为，CXO 的长期发展条件依然不变，而从 2022 年 A 股上市 CXO 企业三季报的合同负债情况来看，三季报合同负债规模创新高，企业在手订单充足。虽然 2022 年以药明康德、凯莱英、博腾股份为首的 CDMO 公司获得小分子新冠药大订单带来了业绩的高基数。但是也可以看到，头部公司业务布局逐渐完善，行业市占率稳步提升。而在为辉瑞等大外企稳定供应后，国内 CXO 企业的性价比和高质量持续凸显，随着头部企业产能逐步释放，2023 年行业依然将维持增长。但考虑到，2022 年部分生物创新药企将短期过剩产能转化为 CDMO，生物药 CDMO 部分可能会出现一定价格战的可能，头部企业由于质量和口碑优势受到的影响相对不大，但三四线生物药 CDMO 企业可能会因此受到竞争压力，业绩承压。

图 164：A 股上市 CXO 企业 2019-2022 三季报合同负债情况



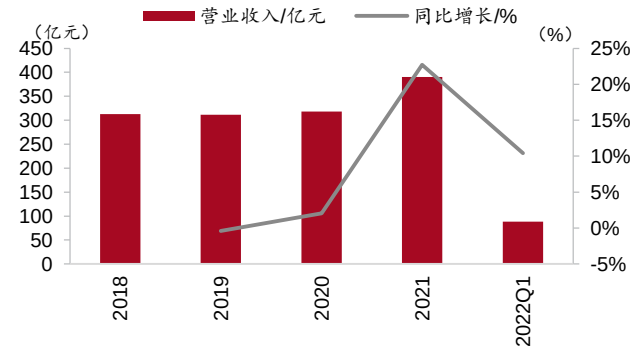
资料来源：wind，招商银行研究院

备注：采用 SW 医疗研发外包（2021）分类

民营医院：受疫情影响最为明显，疫情影响逐步降低后，门诊量有望恢复。民营医院中，受制于疫情反复和防疫政策的影响，2022 年前三季度营业收入同比增长 2.3%，相较于 2021 年的业绩增速回落明显。各企业的营收情况主要与主要医院所在城市的疫情及防疫政策相关。近期，随着疫情管控措施不断优化，短期内国内新增感染人数快速增长，会使得民营医院的非发热门诊人数下降较快，非必须医疗会推迟。因此 2022 年，民营医院板块受疫情压制较大，全年业绩预计与 2021 年同期持平。2023 年，随着疫情影响逐步降低，压制的医疗需求会迅速回补，门诊量有望恢复，在 2022 年的低基数下，行业 2023 年有望持续稳健增长。

ICL：防疫带动行业快速发展，随防疫政策优化，企业业绩承压，行业有望出现调整。第三方检测行业，疫情后长期保持 20%以上的营收增速，2022 年上半年，主要受益于疫情反复和动态防控的政策施行，2022 前三季度营收达 349.9 亿，同比增长 43.2%。但随着疫情防控措施不断优化，11 月底开始，各省市基本也取消了大部分场景下的核酸阴性证明。因此，2023 年 ICL 行业因为疫情带来的业绩快速增长难以持续，业绩承压。疫情发生后，许多中小型 ICL 企业纷纷成立，随着行业景气度下行带来的业绩压力，行业有望进行短期出清。但长期来看，随着 DRGs/DIP 的执行，医院检验需求外溢，ICL 行业仍处在快速发展期，头部企业连锁经营、成本管控和订单承接、现金流优势强，行业集中度有望持续提升。

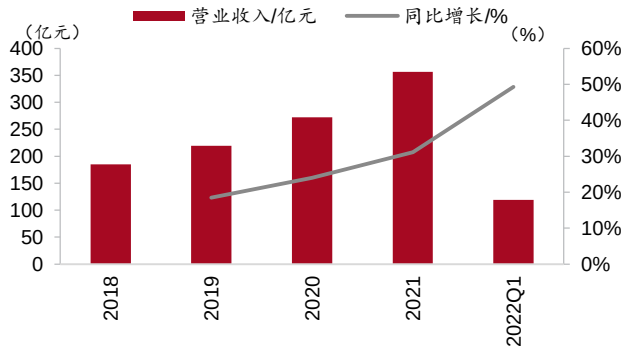
图 165：2018-2022 年前三季度民营医院营收情况



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：采用 SW 医院（2021）分类

图 166：2018-2022 前三季度 ICL 企业营收情况



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：采用 SW 诊断服务（2021）分类

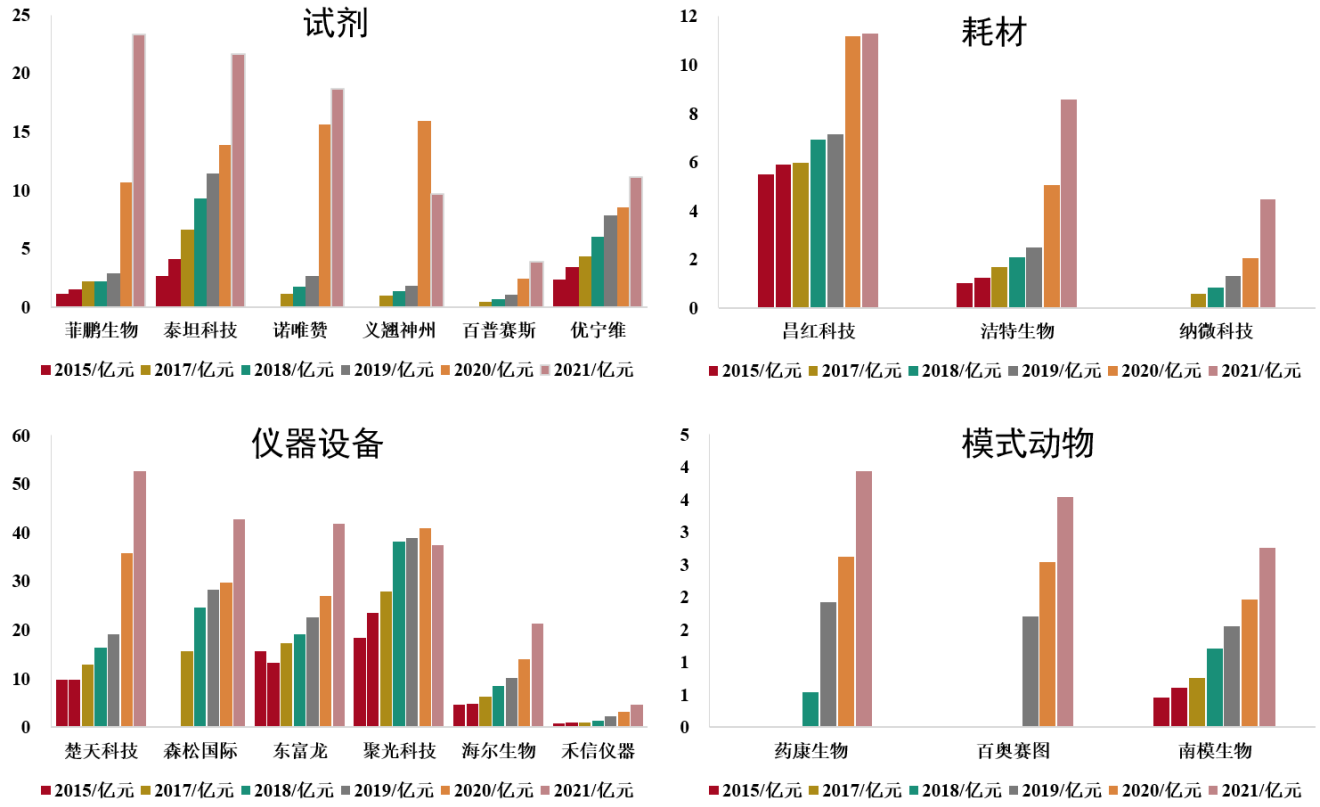
18.4 生命科学上游：行业进入快速发展期，紧抓国产替代新机遇

近几年随着国家对生命科学相关领域的重视、疫情推动检验检测行业的发展以及创新风潮带动国内生物医药行业的火热发展，下游需求不断提升，带动生命科学上游行业景气度升高。A 股相关上市公司，2017-2021 年，试剂企业、耗材企业、设备仪器类企业营收年复合增长率分别为 53.78%、31.08%和 25.51%，均保持较高的增速。模式动物企业，2019-2021 年营收复合增速也达到 40.66%。2022 年前三季度，虽然在疫情和防控措施的扰动下，诺唯赞、泰坦科技、纳微科技、等企业营业收入依然维持 30%以上的较高增速。

由于国内企业整体起步较晚，企业规模小，因此市场长期被海外品牌垄断，整体行业国产化率较低。随着海外优质人才回国带来的技术提升，加上国内生物医药企业竞争激烈凸显出成本控制的重要性，上游企业国产替代机会增大。新冠带来的全球供应链紧张问题也为国内企业提供发展机遇，国内企业迎来快速发展期。此外，资本和政策的支持也使得行业近几年一直处于高景气状态中。

展望 2023 年，国内“自主可控”背景下，国产替代空间依旧，头部企业持续执行出海战略，进军全球产业链，高端制造或可期待。随着行业发展需要，头部企业并购需求增多。此外，行业高景气度持续下，2023 年仍有较多优质企业 IPO 上市，可以积极关注。

图 167：国内主要生命科学上游企业 2015-2021 年营收情况



资料来源：wind，招商银行研究院

备注：采用 SW 医疗研发外包（2021）分类

19. 生猪养殖：猪周期分歧加大，2023 年猪价振幅下降

19.1 回顾：2022 年猪价大幅震荡，Q3 季度受“二育”冲高，近期受新冠放开消费疲软大幅下挫

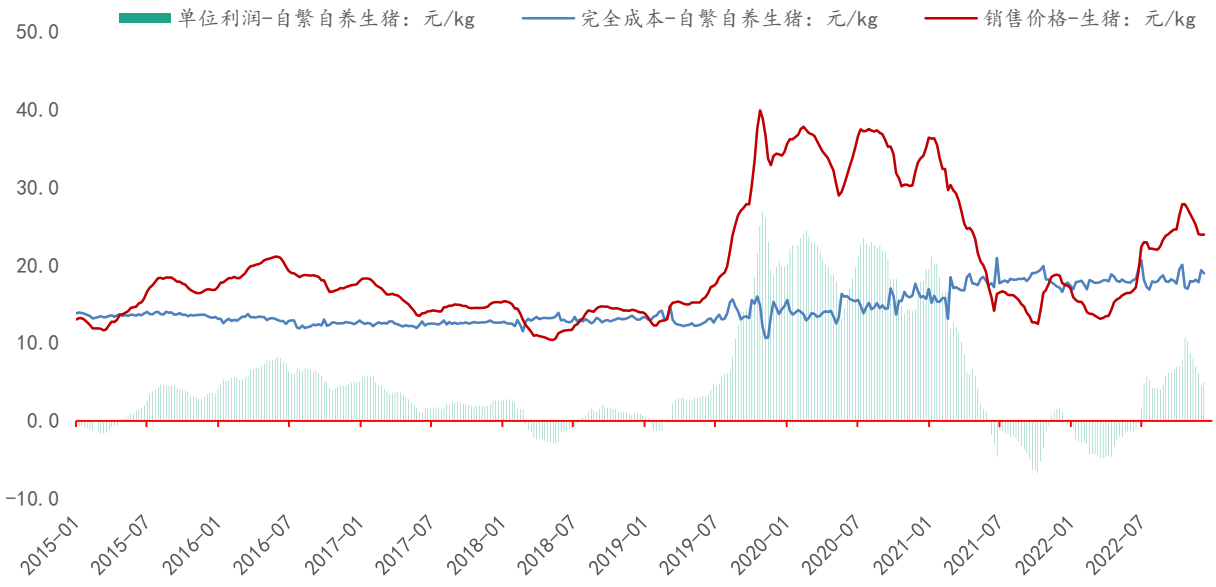
截至 2022 年 11 月底，2022 年猪价表现是“前低后高+剧烈波动”，猪价从 3、4 月低点 12 元/kg 上涨至 10 月 28 元/kg 的高位，近期有所回调。预计全年均价将在 19 元附近，同比 2021 年均价 20.4 元/kg 下降 6.4%。

2022 年前 4 个月总体呈现下跌，而在 4 月中下旬、6 月中下旬、9 月分别有三波较大幅度反弹。4 月中下旬到 6 月中旬生猪价格从低位反弹近 20%至 16-17 元。我们认为主要原因是短期供应扰动而非中期供需改善导致。随着全国新冠疫情的新一轮爆发，交通供应受阻，导致猪肉价格上涨，进而传导至养殖端生猪价格上涨。从持续时间来看，这两月猪价上涨基本与这轮新冠新增确诊达峰及外溢的时间吻合。

但是，猪价从 6 月中旬的 16 元/kg 上涨到 10 月最高点 28 元/kg，涨幅达 75%，涨幅和持续时间超出我们和市场的预期。11 月以来猪价高位回落，特别是新冠放开对消费端的短期冲击，导致猪价下挫至 15 元/kg 的低位，近两天反弹修复至 18 元/kg 附近，基本回到 6 月的价格水平。我们推测猪价在下半年大幅冲高的原因主要有三，一是养殖企业在“深亏”情境（2021.6-2022.4 行业深亏）下对自身的能繁母猪产能、仔猪出栏等做的“激进”收缩操作导致，使得 2022 年下半年供给偏紧；二是养殖端 9 月份二次育肥加大投机性扰动，进一步对猪价上涨起到助推作用；三是农业农村部能繁母猪存栏数据统计具有“历史粘性”，带来对存栏数量高估的可能，未能真实反映养殖端的去化幅度问题。

从养殖盈利来看，生猪养殖从下半年开始盈利由负转正，并持续处于高盈利区间。行业过去两三年一直处于盈利的巨大波动中，2021 年 6 月到 2022 年 6 月行业经历了历史最长时间的亏损，同时也是历史最大幅度的亏损。在 2022 年 7 月行业盈利由负转正，并且在 10 月中下旬单头盈利超过 1000 元/头，这创下了除 2019-2021 年之外的最高盈利。11 月下旬开始猪价明显回落，养殖盈利有所收窄。截至 12 月 9 日，自繁自养成本、外购仔猪成本分别为 18.9、20.2 元/kg；对应养殖收益为 5、3.6 元/kg。对应自繁自养、外购仔猪单头利润为 574、420 元/头。考虑到近期猪价进一步回调 18 元/kg 左右，目前养殖端大致处于盈亏平衡附近。

图 168：2015 年以来猪价、自繁自养成本及盈利：元/kg



资料来源：WIND，招商银行研究院

19.2 展望：关注 2023Q2 季度猪价向下拐点，全年均价或在盈亏平衡附近

展望未来一年行情，我们认为：

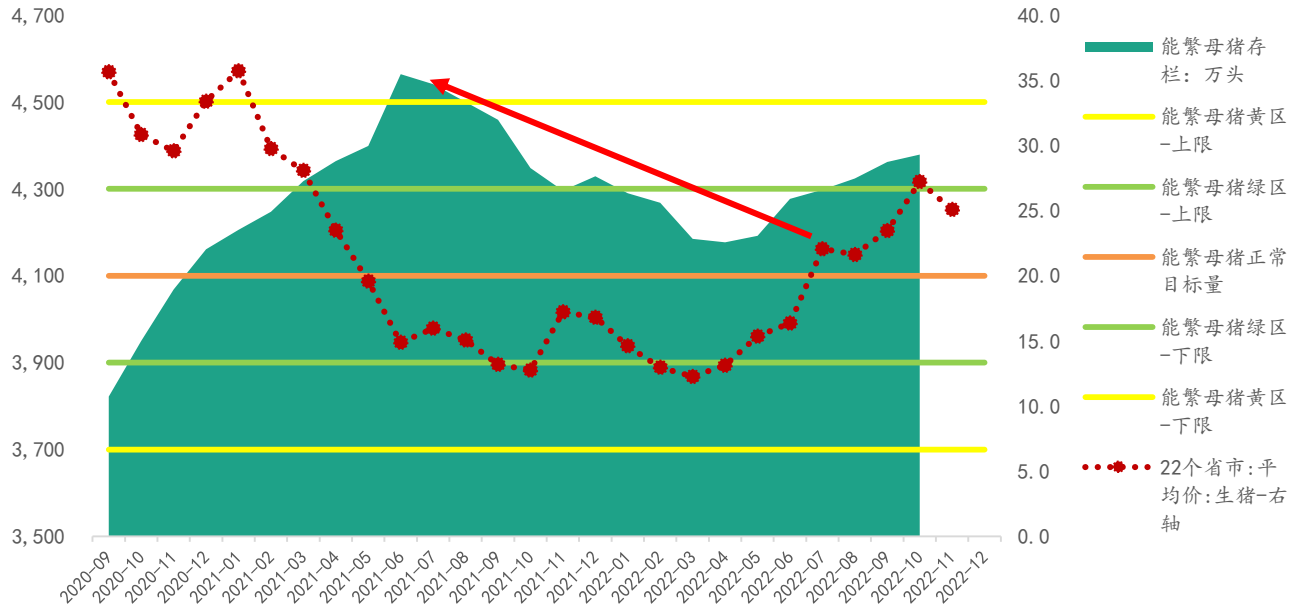
1）节奏方面，2023Q2 季度拐点。近期猪价有所回调，主要是二次育肥端出货供给短期增加以及国内疫情影响压制需求所致。但是考虑到能繁母猪在 2021 年 6 月份见顶开始去化，并持续下降至 2022 年 5 月，意味着大致在 2023 年二季度前的生猪出栏量相对偏紧，猪价有望在相对高位震荡。2023 年二季度以后的猪价，对应于 2022 年 5 月能繁母猪开始环比上升，预计猪价将呈下降趋势。因此整体 2023 年猪价将呈现“前高后低”形态，关注下半年猪价下行。

2）均价方面，全年均价或与 2022 年持平或略高。原因是：虽然近一个季度猪价行情好但养殖端补栏的积极性一般，能繁母猪环比增长的幅度不快（如右图所示），这或许意味着 2023 年出栏供给波动或较 2022 年减小，即下半年猪价下行幅度不会过于剧烈。因此对应全年均价约 20 元附近。从养殖盈利来看，整体处于微利状态。

另外仔猪价格显示养殖端比较谨慎。仔猪价格上半年表现为触底反弹，下半年未能跟随生猪价格进一步上涨，仔猪头均价格从 5 月以来，基本在 450-650 元/头之间窄幅波动，这意味着养殖端外购育肥都相对谨慎，这与能繁母猪补栏也

偏谨慎一致，这或许意味着市场认为未来 5-12 个月的供给较多，猪价有下降压力。截至 12 月 2 日，仔猪价格 44.9 元/kg，对应头均价格约 480 元/头。

图 169：本轮猪周期能繁母猪存栏及农业部产能调控要求：万头



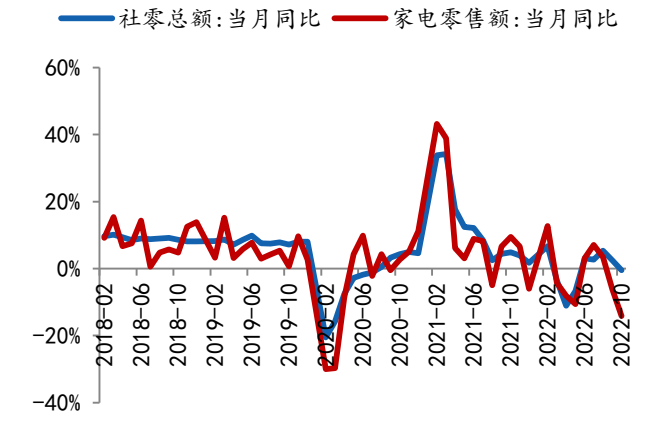
资料来源：WIND，招商银行研究院

20. 家电：内外双双承压，2023 年成本端改善幅度大于需求

20.1 回顾：2022 年内外需求双双遇冷，成本压力小幅缓解

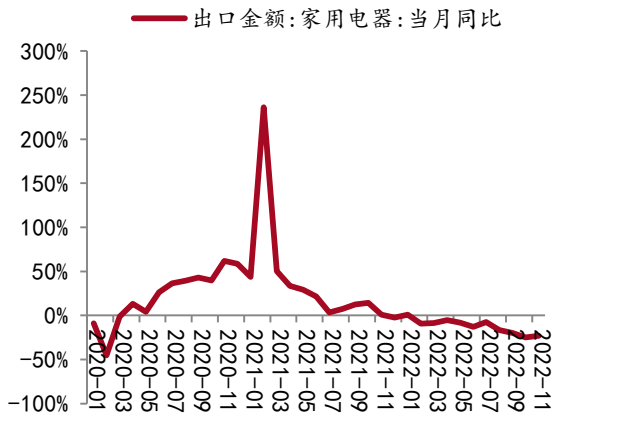
内需依旧低迷，出口大幅下降。1）受疫情冲击、房地产销售惨淡以及居民消费意愿减弱等因素影响，2022 年国内家电销售市场表现低迷。根据国家统计局数据，2022 年前 11 月家电零售额 8114 亿元，同比下降 3%，落后社零总额增速 2.9pct，成为 2022 年消费品类的拖累项。尤其 2022 年下半年多地疫情反复，市场表现比上半年进一步回落。2）外销市场压力更大。2020 年和 2021 年国外工厂受疫情影响生产受阻，消费刺激政策推动家电需求上升，这为国内家电出口带来了两年红利期，出口金额连续两年同比增速超过 20%。2022 年随着海外工厂陆续复工以及需求回落，家电出口面临巨大的高基数压力，前 11 月出口额同比下降 12.6%，且降幅逐月扩大。

图 170：社零与家电零售总额（当月同比）



资料来源：国家统计局、招商银行研究院

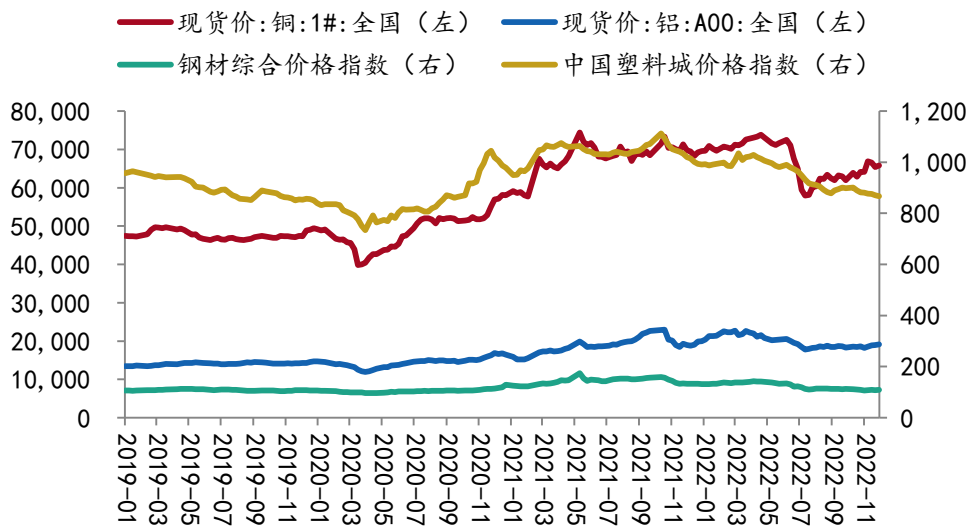
图 171：家电出口金额（当月同比）



资料来源：海关总署、招商银行研究院

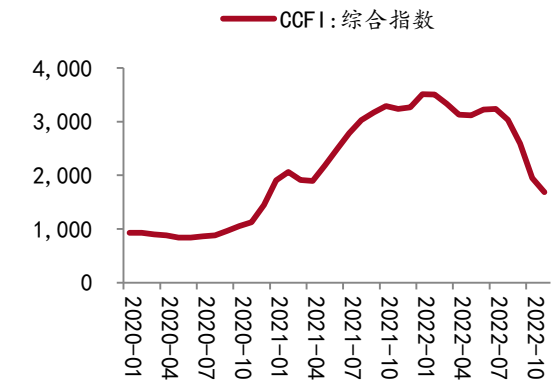
2022 年成本端压力相较 2021 年有所缓解。1）原材料价格回落：2020 年以来家电主要原材料价格持续攀升并在 2021 年下半年或是 2022 年年初创下高点。2022 年 4 月份以来这些原材料价格已经出现大幅回调，截至 12 月 7 日，铜、铝、钢材和塑料价格较 2022 年高点下跌 10%-25%，推动家电企业毛利率逐渐好转。海尔智家、格力电器 2022 年单季度毛利率已经出现同比提升，美的集团虽然尚未恢复到 2021 年同期水平，但也在环比改善。2）海运费下滑和美元升值有利于出口业务利润。2022 年 Q1 以来，随着疫情影响消退以及海外需求降温，全球运力紧张局面获得缓解，海运运费较年初高点下跌近 50%，大幅降低出口业务成本。同时，2022 年 4 月以来美元大幅升值，也从毛利润和汇兑收益两端对出口业务形成正向刺激。

图 172：家电主要原材料价格



资料来源：wind、招商银行研究院

图 173：中国出口集装箱运价综合指数 CCFI



资料来源：wind、招商银行研究院

图 174：美元兑人民币汇率

资料来源：wind、招商银行研究院

20.2 展望：2023 年国内弱复苏海外继续承压，消费分层和品牌出海是长期发展主线

疫情管控放开以及房地产政策实质性放松驱动国内家电市场小幅反弹。1）空调、冰箱、洗衣机等白电的销量在 2022 年低基数上 2023 年或将取得个位数反弹，产品售价保持韧性。2）厨电方面，油烟机、燃气灶等成熟品类随地产政策放松迎来小幅修复，集成灶、洗碗机等新兴品类受益渗透率提升预计增速更高。3）厨房小家电经历近两年的低迷期，前期需求透支问题有望开始缓解，加上企业在产品端推陈出新，2023 年修复力度或将大于白电、厨电，空气炸锅、电蒸锅、咖啡机等新兴品类保持快速增长。4）清洁电器 2023 年的销售规

模预计将进入平台期，洗地机品类好于扫地机。5）出口端由于高基数 2023 年家电产品普遍承压，下半年的基数压力小于上半年；成本端最艰难的阶段已经度过，我们预计 2023 年有望延续当前的修复态势。

长期而言，国内家电市场已经逐渐从成长期步入成熟期，龙头企业扩大自身规模主要在于消费分层以及品牌出海等结构性机会。

- **国内市场守住性价比基本盘，借助高端品实现盈利突破。**随着经济增速放缓，居民储蓄意愿提升，国内消费者对于性价比产品的需求将长期存在，中低端市场将是龙头企业基本盘。此外，国内中高端人群数量也在逐渐增长，消费升级的需求将推动高端产品的销售。近年来在家电整体表现不景气的背景下，高端家电则取得了相对稳健的增长。
- **海外家电市场规模 3200 亿美元，也给中国品牌提供广阔空间。**中国品牌目前在海外市场占比不高，随着消费电子产品在海外的先行探路、中国家电产品力提升以及国际品牌转型其他领域，我们认为中国品牌有望获取更大的市场份额，海外收购和跨境电商是两种可能的路线。典型案例如海尔智家在收购 GEA 之后，北美业务起色明显。

21. 文化传媒：持续近一年的线上头部平台收缩在 2022 下半年有所企稳，线下娱乐由于疫情持续受挫

21.1 线上娱乐：头部平台流量在下半年有所企稳或好转

根据 CNNIN 对全国网民数和线上流媒体用户数统计，截至 2022 年 6 月，我国网民数量达到 10.5 亿，同比+4%。从流媒体整体（包括在线视频、短视频、直播、在线音乐）的用户数来看，增速基本与全国网民数同步回落。

从细分赛道来看，网络视频用户数增速见顶，网络视频用户数 10.0 亿，同比+5.4%，其细分赛道在线视频和短视频有不同程度回落。网络直播（包括电商直播、游戏直播、娱乐直播等）用户数 7.2 亿，同比+12.3%，电商直播仍然贡献网络直播的用户数的主要增量。短视频用户数为 9.6 亿，同比-2.6%；电商直播用户数 4.7 亿，同比+22%，但是上半年淘系两大头部主播停播后续电商直播行业面临收缩。其它赛道包括在线视频、游戏直播、娱乐直播、在线音乐等的用户数相对平稳。

行业头部公司受平台经济反垄断影响，多数赛道发展逻辑和格局变化，2021 年下半年开始明显收缩，但在 2022 年下半年开始逐步企稳。对于**短视频行业，继续头部化，但多元商业化变现有所受阻。**根据易观统计，2022 年 11 月抖音、快手 MAU 分别为 7.3、5.3 亿，同比增长分别为 12%、23%，同比加速好转。对于**在线视频行业，受股东生态战略影响，部分头部平台跌落风险有缓解但未完全解除，一二线平台差距缩小。**2022 年 11 月腾讯、爱奇艺、优酷、芒果 TV、B 站 MAU 分别为 4.3、5.5、1.6、2.7、1.8 亿，同比分别为-26%、--14%、5.2%、-6.5%、29.8%、1.7%，前两大平台腾讯、爱奇艺同比好转，分别是降幅收窄、由负转正。

图 175：中国网民、网络视频、直播用户数：亿

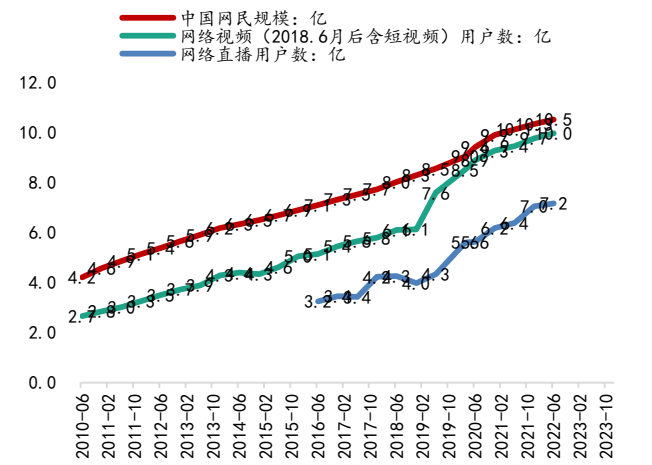
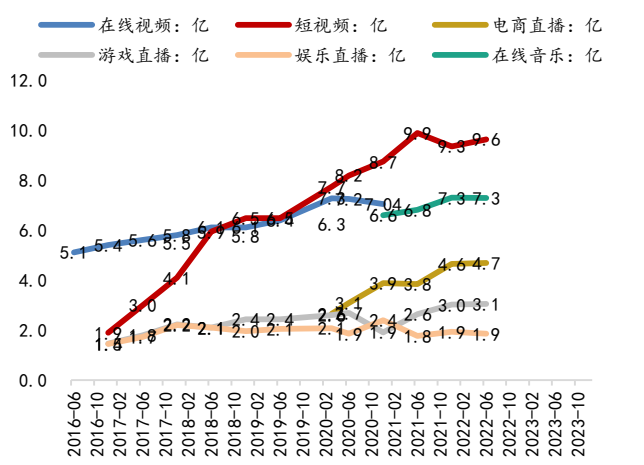


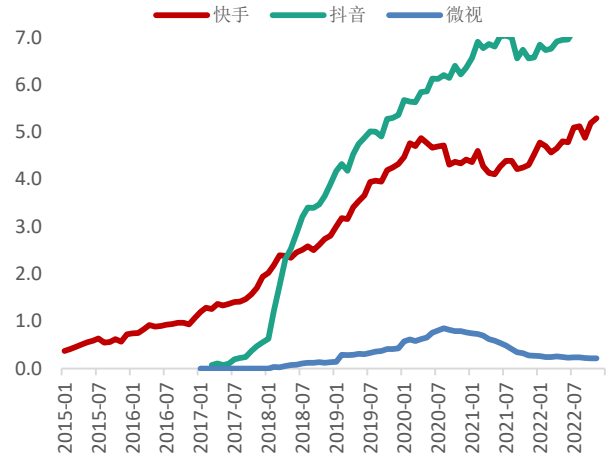
图 176：流媒体细分行业用户数：亿



资料来源：CNNIC，招商银行研究院

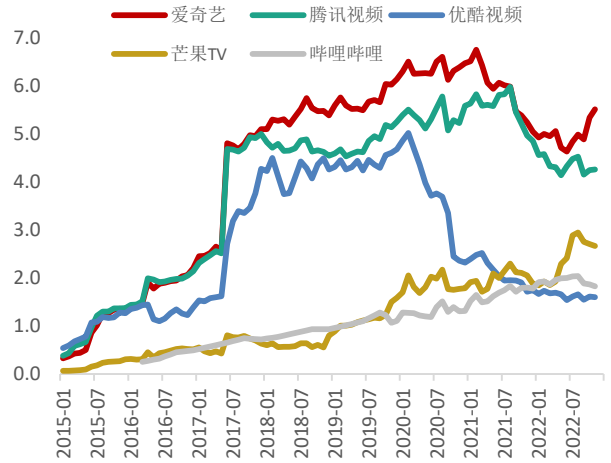
资料来源：CNNIC，招商银行研究院

图 177：短视频平台抖音、快手、微视 MAU：亿



资料来源：易观，招商银行研究院

图 178：在线视频平台 MAU：亿



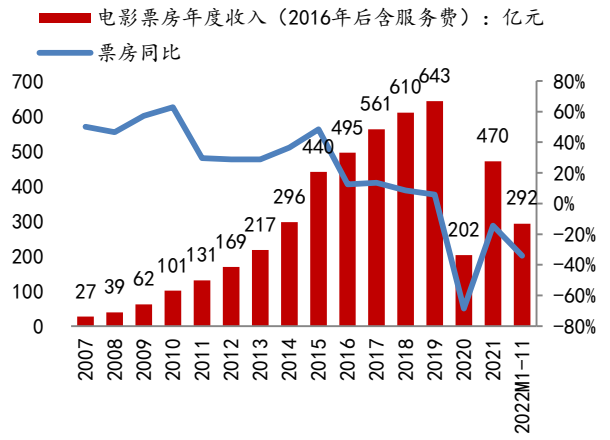
资料来源：易观，招商银行研究院

21.2 电影院线：2022 全国票房受新冠疫情扩散影响同比下滑，关注疫情放开后观影的修复情况

2022 年 1-11 月电影票房 292 亿，同比-34%；由于新冠疫情自 4 月中下旬以来出现新一轮扩散，导致票房同比大幅低于预期，近两个月票房同比下降 7 成。从节日档期票房来看，除 2022 年元旦档、春节档票房表现中规中矩之外，其余档期均表现较差，其中暑期档由于 2021 年基数较小同比增长，但是相比疫情前水平仍有较大差距。这是由于在疫情新一轮扩散下观影需求受挫，优质影片上映的积极性不高，暑期档、国庆档等重要档期新片定档冷淡。

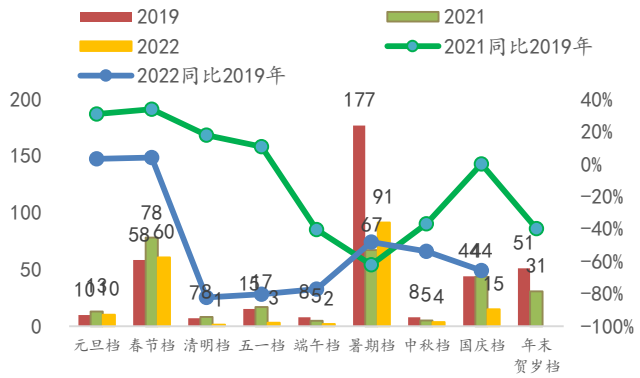
预计全年票房将进一步低于我们年初（470 亿）、年中（420 亿）的预期，考虑进口大片《阿凡达》在 12 月 16 日上映拉动观影需求的基础上，全年票房预计在 340-350 亿元，同比 2021 年下降 25%。

图 179：全国电影年度票房及同比：亿元、%



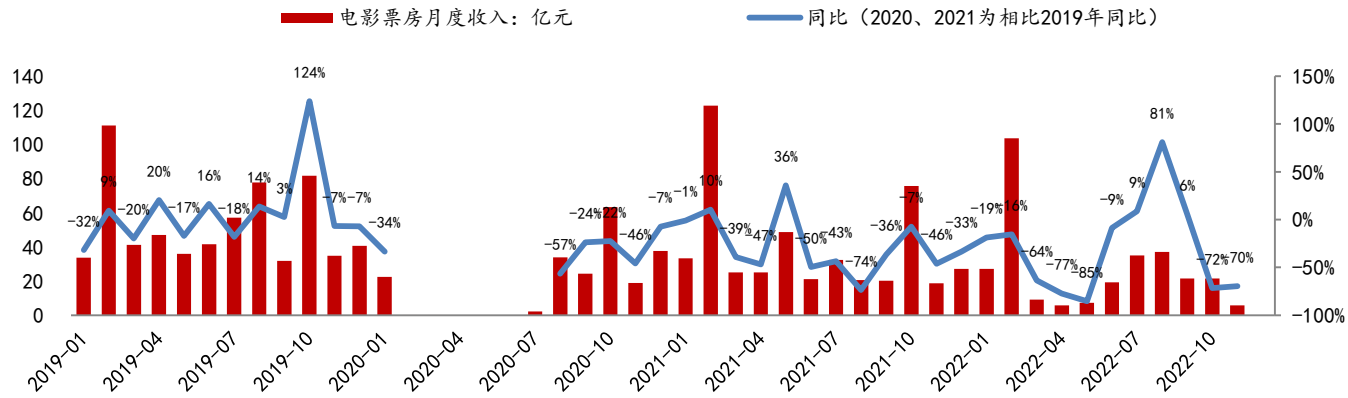
资料来源：WIND，招商银行研究院；注：2021 为相比 2019 年复合增速

图 180：近两年节日档期票房相比疫情前水平增速



资料来源：WIND，招商银行研究院

图 181：全国电影单月票房及同比：亿元、%

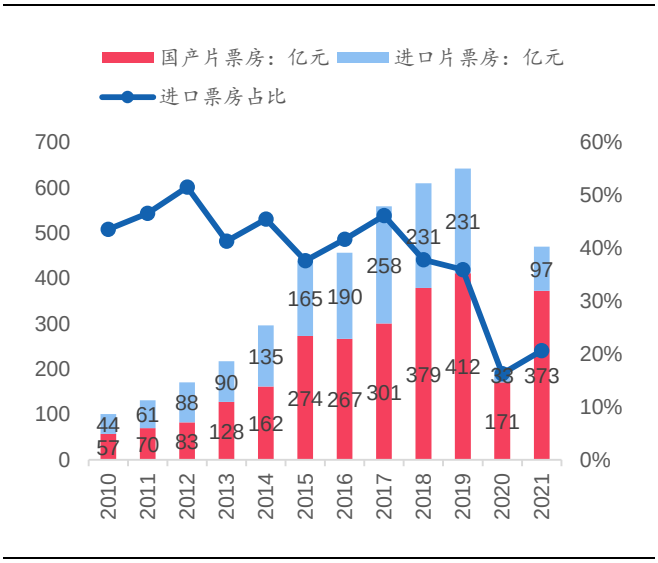


资料来源：WIND，招商银行研究院

展望2023年，随着疫情持续放开，待第一波疫情达峰后，预计线下观影需求将有明显恢复。后续仍可以期待进口片引进，催化观影需求修复。2021 年由于海外疫情导致国外电影上映推迟，导致进口片票房占比仅 21%。2022 年海外大片已经逐步开始恢复供给，但是国内由于疫情反复，观影需求不强，进口大片引进相对较少。因此 2023 年将是进口片引进大年。

在业务经营策略方面，鉴于院线影院受整体行业景气下行和新冠疫情影响，连续三年处于弱势。值得注意的是，这一状况是几乎接力在过去近十年的行业高速增长之后的，对应是当前行业供给侧的格局十分分散，长尾的影院/影投非常多，经营效率参差不齐且大部分偏低。在如此大的需求冲击之下，行业出清和整合的节奏预计会加速。建议关注未来院线整合出清带来的业务机会。

图 182：进口票房及占比：亿、%



资料来源：WIND，招商银行研究院

表 6：2022 年海外计划上映大片部分汇总

国外大片	美国上映时间	国内引进/定档	国内票房：亿
《神秘海域》	2022-02-19	2022-03-14	1.5
《新蝙蝠侠》	2022-03-05	2022-03-18	1.6
《哈利波特前传神奇动物 3》	2022-04-16	2022-04-18	1.9
《奇异博士 2》	2022-05-07	未引进	
《壮志凌云 2 独行侠》	2022-05-28	未引进	
《侏罗纪世界 3 统霸天下》	2022-06-11	2022-06-10	8.9
《雷神索尔 4》	2022-07-09	暂未引进	
《阿凡达 2》	2022-12-16	2022-12-16	
《海王 2》	2023-03-17	暂未引进	
《闪电侠》	2023-06-23	暂未引进	
《碟中谍 7》	2023-07-14	暂未引进	

资料来源：招商银行研究院

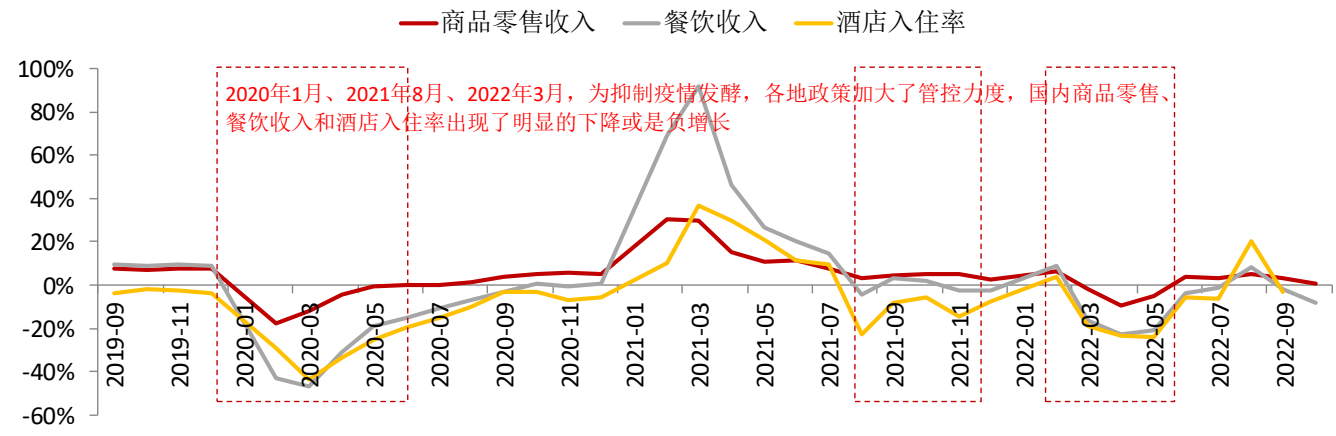
22. 商业连锁：政策放松推动短期景气度好转，长期关注集中度提升主线

22.1 回顾：受疫情冲击，2022 年景气度低迷

商业连锁是新冠疫情历次冲击的重灾区，2022 年以来奥密克戎毒株的大面积传播对行业再造成大幅损失。2022 年 3 月-6 月，商品零售收入、餐饮收入以及酒店入住率的增速出现了不同程度的下滑或是负增长，从目前已披露的相关数据来看，11-12 月的经营状况同样不乐观。分业态看：

- **商品零售：**2022 年前 11 月累计同比增长 0.5%，较 2021 年同期下降 12.3pct，其中 11 月当月同比-5.6%。商超连锁公司普遍面临经营压力，8 家上市超市企业 2022 年前三季度整体亏损 8 亿元。
- **餐饮：**疫情防控措施导致购物中心客流量流失，3Q22 全国购物中心日均客流同比下降 3%，客流量不足 2019 年的七成。餐饮门店经营被波及，窄门参眼观测 2022 年商家开店动力依然不足。
- **酒店：**截至 2022 年 11 月，国内酒店入住率/平均房价仅恢复到 2019 年的 8-9 成，RevPar 则恢复 7 成左右。2020-2021 年酒店行业实现大面积出清，华泰证券预计近年酒店数量和客房规模仍将继续下滑。

图 183：商业连锁是受疫情影响的重灾区（当月同比）



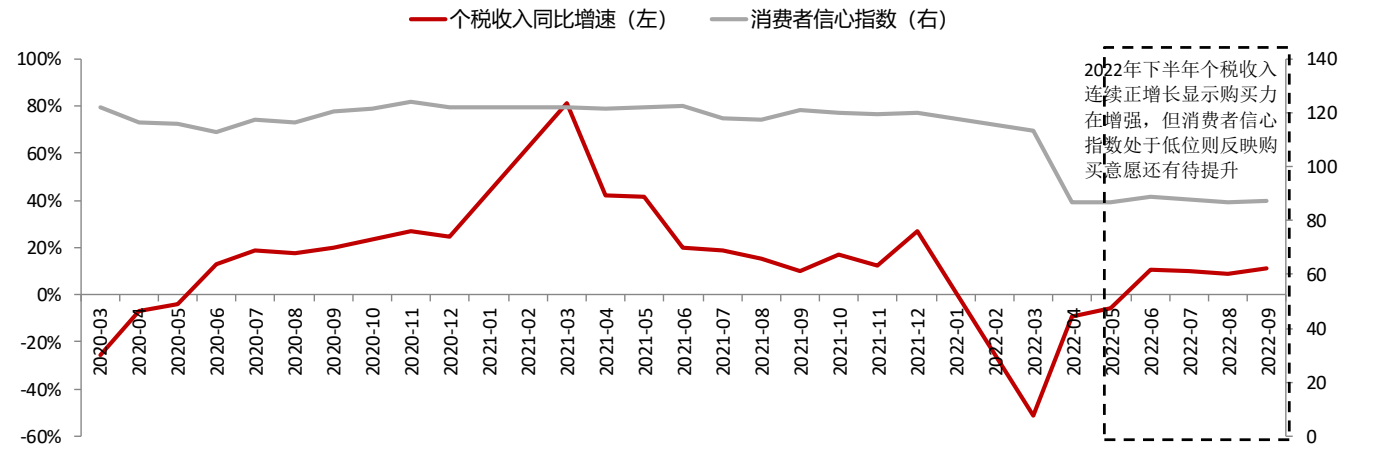
资料来源：wind，招商银行研究院

22.2 展望：疫情政策转向释放短期需求弹性，回归常态化后关注集中度提升主线

尽管疫情对商业连锁造成严重冲击，但每一阶段随着疫情获得控制，商业连锁行业的表现也会出现明显反弹。目前国内疫情管控进入全新阶段，未来很

难再出现大面积的居民出行限制，我们对 2023 年商业连锁的反弹持有乐观态度，但是这一恢复过程仍会受到多重因素左右。购买能力方面，国内个税收入自 2022 年下半年以来已连续 4 个月正增长，间接反映消费者的收入水平改善，对于行业复苏具有正面作用；购买意愿方面，消费者信心指数底部徘徊显示居民担忧情绪还未完全解除，对于复苏是负面影响；此外，感染人群初次达峰时的重症率以及二次感染的可能，也可能影响行业复苏节奏。总体上，参考美国在疫情放开后的经验，我们对 2023 年商业连锁的反弹持有乐观态度。

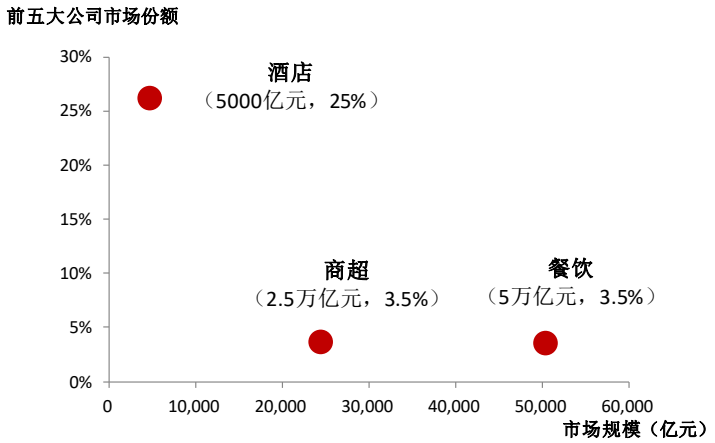
图 184：2023 年复苏力度与消费者购买能力和意愿相关



资料来源：wind，招商银行研究院

从更长的视角来看，疫情只是行业发展中的干扰项，管控政策的放开将驱动行业回归常态化发展，这种背景下行业集中度提升的长期主线更值得我们关注。目前我国酒店连锁、餐饮连锁、商品零售前五大公司的份额相比欧美国家明显偏低。在疫情之前各业态集中度已经出现了提升迹象，疫情出现又对居民健康意识进行了一场广泛教育，连锁化、品牌化的公司预计将成为这一背景的主要受益者，市场份额获得提升。分业态来看，酒店、餐饮和商超等细分场景的驱动逻辑存在明显差异。

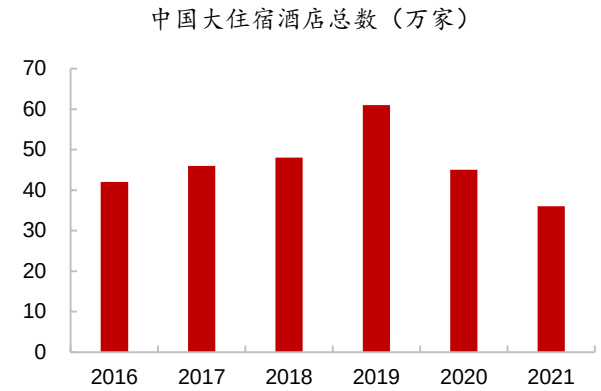
图 185：商业连锁细分赛道的市场规模和 CR5 市场份额



资料来源：Euromonitor，方正证券，招商银行研究院

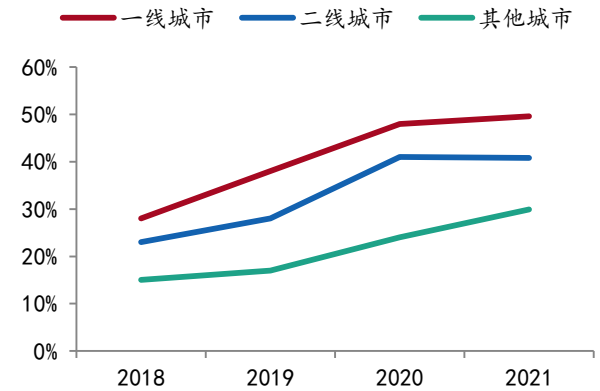
酒店：市场规模近 5000 亿元，CR5 市场份额约 25%。疫情前国内酒店总数约 61 万家，2020-2021 年疫情影响导致大量单体低端酒店退出，潜在的供需结构已经获得改善。随着疫情放开国内酒店有望迎来入住量和价格的同步提升，龙头享有品牌、资金优势有望成为需求复苏的主要受益者，迎来市场份额提升。从城市等级来看，一线城市、副省级与省会城市和其他城市酒店数量分别占总量的 7.2%、29%和 63.8%，酒店连锁化率分别为 49.6%、40.8%和 29.9%，低线城市的提升空间大。

图 186：中国大住宿类酒店总数



资料来源：盈蝶咨询、招商证券、招商银行研究院

图 187：各线城市酒店连锁化率



资料来源：盈蝶咨询、招商证券、招商银行研究院

餐饮：市场规模约 5 万亿元，CR5 市场份额约 3.5%。餐饮连锁细分赛道多，各赛道诞生大规模龙头的概率取决于赛道空间和供应链标准化的难易程度。综合而言，我们判断快餐小吃、现磨咖啡出现强竞争力龙头的概率高于茶饮连锁。1）快餐小吃市场规模大（接近 1 万亿元），虽然 SKU 数量较多，但是借助中央厨房可以实现较高程度标准化；2）现磨咖啡市场规模小（目前不足

1000 亿元），但是咖啡供应链复杂度较低，先发龙头容易建立规模优势；3）现制茶饮市场规模中等（目前 3500 亿元左右），由于增速放缓且供应链涉及到多类鲜果标准化难度大，龙头企业不易巩固优势。

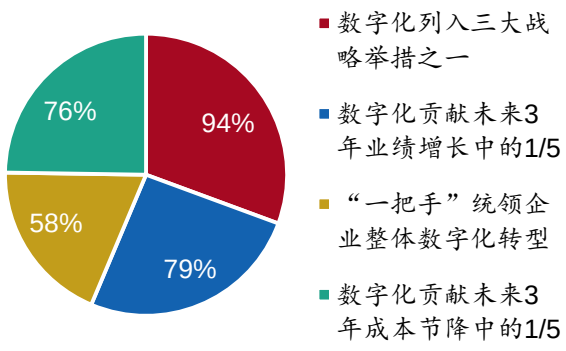
表 7：餐饮行业细分赛道市场规模与供应链管理难度

行业	市场规模	公司	产品 SKU 数	标准化难易程度
快餐小吃	1 万亿元	麦当劳、肯德基、正新鸡排	数十个到数百个不等	中。借助中央厨房可以实现标准化操作，发挥规模优势
现磨咖啡	目前不足 1000 亿元	星巴克、瑞幸咖啡	一般不超过 100 个	低。核心采购品类咖啡豆已经形成相对标准化的产业链结构
现制茶饮	目前 3500 亿元左右	喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城	一般不超过 100 个	高。鲜果品类供应链复杂，加工处理难度大

资料来源：招商银行研究院

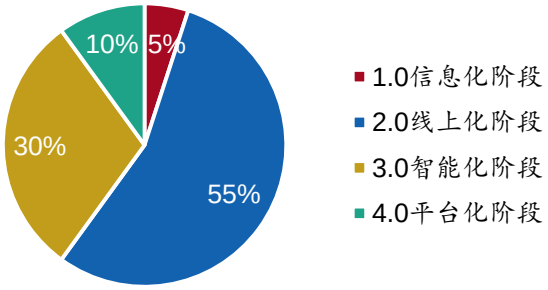
商超连锁：市场规模约 2.5 万亿元，CR5 市场份额约 3.6%。商品零售企业由于管理的 SKU 数量大，覆盖区域广，消费群体多样化，对于精细化运营要求高，数字化改造是大势所趋。新零售公司具有技术基因，但是门店规模、采购资源和资金实力待提升，目前商业模式还处于市场检验阶段；传统零售企业拥有核心商圈的优质门店资源，但技术欠账难在短期扭转，相较而言社区店、便利店等小业态的改造难度小于卖场超市等大业态。

图 188：零售企业数字化转型计划



资料来源：麦肯锡、招商银行研究院

图 189：零售企业数字化转型阶段



资料来源：麦肯锡、招商银行研究院

23. 业务建议

（本部分有删减，招商银行各行部如需报告原文，请参照文末方式联系研究院）

附录 1 行业研究员名单

行业	研究员	联系方式	
行业研究所所长	李凡	0755-83182012	lif@cmbchina.com
跨行业比较	宋小雯	0755-89272055	songxiaowen1@cmbchina.com
房地产	杨侦誉	0755-82947832	sunyzy@cmbchina.com
基建环保	雷霆	0755-82954616	leit@cmbchina.com
煤炭	颜琰	0755-25310445	freyayan@cmbchina.com
钢铁			
锂			
化工	王国俊	0755-83195671	wangguojun32@cmbchina.com
电力光伏	杨荣成	0755-82901273	yangrongcheng@cmbchina.com
汽车	潘伟	15575104727	panwei@cmbchina.com
动力电池			
通信	胡国栋	0755-83169269	huguodong@cmbchina.com
集成电路	王建超	0755-83076507	wangjch@cmbchina.com
软件	方国栋	0755-83177786	fangguodong@cmbchina.com
高端装备（国防军工、工程机械）	王宝权	0755-83161565	wangbaoquan@cmbchina.com
高端装备（船舶制造）	韩倩婷	0755-89279241	hanqianting@cmbchina.com
生物医药	吴凡	0755-89272511	wf0215@cmbchina.com
家电	王海量	0755-83076585	hailiang_wang@cmbchina.com
商业连锁			
高标仓			
生猪养殖	夏雪	0755-83165382	xiaxue001@cmbchina.com
文化传媒			
造纸	夏嘉南	0755-83894978	xiajianan@cmbchina.com

注：名单排序按文中各行业出现顺序

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-2269002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇